



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

법학석사 학위논문

현행 사모펀드 규제의 개선방향에
관한 연구

2019년 8월

서울대학교 대학원
법학과 상법전공
이 호 영

초 록

사모펀드를 규제하는 목적으로는 투자자 보호와 시스템 리스크 방지가 주로 논의된다. 사모펀드의 투자자는 자기 보호 능력이 있으나 여전히 보호할 필요성은 인정된다. 사모펀드 산업이 빠르게 성장하고 있고 신용 및 시장 경로를 통한 시스템 리스크 초래 위험은 적절히 규제될 필요가 있다. 국내에서는 여기에 대기업집단에 의한 악용가능성과 외국자본에 의한 ‘먹튀’ 가능성이 규제의 목적으로 추가된다. 다만 대기업집단이 사모펀드 제도를 악용하지 못하도록 하는 것은 정당한 규제가 될 수 있으나 외국자본의 ‘먹튀’를 막겠다는 것은 잘못된 목적이다.

사모펀드 규제의 방법으로 거래상대방을 통한 간접 규제, 등록과 정보 수집 위주의 규제, 등록과 직접 규제의 방법이 이용된다. 미국은 정보 수집 위주의 규제, 우리나라와 EU는 직접 규제를 이용한다. 최근 발표된 국내 사모펀드 제도 개편방향은 규제 측면의 많은 변화를 가져올 것이다.

현행 사모펀드 규제는, 투자자 보호 측면에서 정보공개 강화, 수탁자의 권한 강화, 독립된 제3자의 자산 평가를 통해 투자자 보호를 강화하고, 반면 시스템 리스크 측면에서 불필요한 레버리지 직접 규제 폐지 및 프라임 브로커를 통한 간접 규제 도입, 운용자산 규모에 따른 차등 규제 등 일부 규제를 완화하며, 대기업집단 관련 규제 측면에서 ‘계열회사인 경영참여형 사모집합투자기구’의 의미와 금융업인 PEF의 의결권 행사 관련 불분명한 부분을 명확히 하는 등 개선할 필요가 있다. 나아가 PEF와 헤지펀드를 구분하여 투자 위험의 크기에 따라 규제를 달리하는 방안을 고려해보아야 한다.

주요어 : 사모펀드, PEF, 헤지펀드, 투자자보호, 시스템리스크

학 번 : 2015-21451

〈목 차〉

제1장 서론	7
제2장 사모펀드의 개념과 국내규제의 연혁	9
제1절 개념	9
제2절 개념의 비교 - 미국·EU와의 비교	12
I. 미국 - 도드프랭크법의 정의	12
II. EU - AIFMD의 정의	13
III. 한국 - 자본시장법의 정의	14
IV. 소결	15
제3절 국내규제의 연혁	16
제3장 사모펀드 규제의 목적	23
제1절 개관	23
제2절 투자자 보호	25
I. 해외의 논의 - 미국과 EU를 중심으로	25
II. 국내에서의 논의	28
제3절 시스템 리스크 방지	35
I. 해외의 논의 - 미국과 EU를 중심으로	35
1. 시스템 리스크의 개념	35
2. 헤지펀드와 시스템 리스크	36
3. 시스템 리스크의 발생 경로	37
II. 국내에서의 논의	40

1. 국내 헤지펀드 산업의 규모와 비중	40
2. 시스템 리스크 방지 논의의 필요성	43
제4절 국내 특유의 논의	43
I. 대기업집단과 사모펀드	44
II. 외국자본 먹튀에 대한 시각	47
제5절 소결	48
제4장 사모펀드 규제의 방법론	49
제1절 개관	49
제2절 규제의 유형	49
I. 직접 규제와 간접 규제의 논의	49
1. 직접 규제의 입장	50
2. 간접 규제의 입장	51
II. 등록과 정보 수집 위주 규제 - 미국의 경우	54
1. 개관	54
2. 1933년 증권법	55
3. 1934년 증권거래소법과 2012년 JOBS법	57
4. 1940년 투자회사법	58
5. 1940년 투자자문업자법	60
6. 소결 및 비판	65
III. 등록과 펀드 직접 규제 - EU의 경우	67
1. 개념 및 적용범위	67
2. 적용의 예외	67
3. 투자자격의 제한	68

4. 투자자에 대한 정보 공개	69
5. 수탁자의 자산보관	69
6. 시스템 리스크 방지	70
7. 보수정책 규제	71
8. Asset stripping 규제	71
9. 감독당국에 대한 보고	72
10. 소결 및 비판	73
제3절 현행법의 태도	73
I. 자본시장법의 규제	73
1. 개관	73
2. 투자자 보호	77
3. 시스템 리스크 방지	81
4. 대기업집단 관련 규제	83
II. 2018년 개편방향	84
1. 내용	84
2. 기대효과	88
3. 한계	89
제4절 소결	95
제5장 현행 사모펀드 규제의 개선방향	96
제1절 개관	96
제2절 투자자 보호 측면	98
I. 개관	98
II. 투자자에 대한 정보공개 강화	98

III. 수탁자의 권한 강화	100
IV. 독립된 제3자의 자산 평가	101
제3절 시스템 리스크 측면	103
I. 금융당국에 대한 등록 및 보고	103
II. 레버리지 직접 규제 폐지 및 프라임 브로커 규제	106
III. 운용자산 규모에 따른 차등 규제	107
제4절 대기업집단 관련 규제 검토	108
I. ‘계열회사인 경영참여형 사모집합투자기구’의 의미	108
1. 문제의 소재	108
2. 문제의 분석	109
3. 해결방안	111
II. 금융업인 PEF의 의결권 제한 여부	112
제5절 유형별 규제론의 검토 필요성	113
I. 개관	113
II. PEF와 시스템 리스크	114
III. 새로운 형태의 구분 규제	114
제6절 소결	116
제6장 결론	118
참고문헌	126

<표 목차>

표 1. 공모펀드, 헤지펀드, PEF의 비교	11
표 2. 사모펀드 규제체계 2015년 개정 전, 현행 및 2018년 개편방향 비교	20
표 3. PEF 규모별 현황	30
표 4. 출자약정액 및 이행현황	31
표 5. 전문사모운용사 등록현황	31
표 6. 전문사모운용사 자산 및 손익현황(' 18.3월말 기준)	32
표 7. 한국형 헤지펀드 설정액	32
표 8. 경영참여형·전문투자형 사모집합투자기구에 대한 자본시장법 규제 비교	75

제1장 서론

사모펀드¹⁾에 관하여는 규제를 강화해야 한다는 입장과 규제를 완화해야 한다는 입장이 대립한다. 전자는 사모펀드의 무절제한 활동으로 인해 초래되는 위험성에 주목하고 후자는 사모펀드가 금융시장에서 수행하는 모험자본 공급 등의 긍정적 기능을 강조한다. 그런데 정작 사모펀드를 규제하는 목적에 관한 이론적 논의는 부족한 것으로 보인다. 사모펀드 규제에 관한 그간의 국내의 논의는 간접투자자산운용업법과 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 한다)의 개정에 대한 해석론과 실무상 쟁점을 중심으로 이뤄졌다. 역사적으로 법이 정한 내용과 방식의 금융업만 허용되었고 이에 따라 2000년대 들어 도입된 사모펀드도 법이 정한 내용과 방식의 투자만 할 수 있었다는 점을 고려할 때 이러한 논의의 경향은 당연한 것일지도 모른다.

최근 금융당국은 현행 사모펀드 제도에 관한 개편방향²⁾을 발표했다. 핵심은 사모펀드가 지금보다 자유롭게 투자활동에 임할 수 있도록 규제를 풀어주고 시스템 리스크 관리를 위해 필요한 경우에만 금융당국이 개입하는 최소한의 감독을 하겠다는 것이다. 그런데 여기서도 금융당국은 감독의 기준이 되는 시스템 리스크가 무엇을 의미하는지, 구체적으로 사모펀드의 어떤 활동이 시스템 리스크를 발생시키는지에 관하여는 설명하고 있지 않다.

사모펀드 규제의 기준으로서의 규제의 목적이 확고히 정립되어야만 그때그때의 지배적 여론이나 정권의 성향에 흔들리지 않는 일관되고 효과적인 규제가 가능하다. 기준이 확립되어야 규제의 방향을 예측할 수 있고 이는 금융시장의 가장 큰 불안요소인 불확실성을 제거하여 사모펀드 산업의 발전을 위한 근간이 될 것이다. 확립된 기준을 이번 개편방향의

1) 본 논문에서는 PEF, 헤지펀드를 포괄하는 의미로 사모펀드라는 용어를 사용한다. 실무에서는 PEF를 사모펀드라 부르는 경우가 많은데 혼선을 방지하기 위해 PEF는 PEF라 칭한다.

2) 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.)

구체화 논의에서만 뿐만 아니라 향후 개편 논의에 있어서도 논의의 근간으로 삼아야 한다. 이러한 관점에서 본 논문은 국내 사모펀드 규제 기준을 정립하고 그 기준을 통해 현행 규제를 바라봄으로써 현행 규제의 개선방향을 제시하고자 한다. 구체적으로는, 사모펀드에 대하여 규제가 필요한지, 어떤 문제점을 해결하기 위해서 필요한지, 그러한 문제점을 해결하기 위한 규제는 어떤 형태와 정도여야 하는지라는 물음에 답하고자 한다.

제2장에서는 먼저 사모펀드가 무엇이고 사모펀드에 대한 우리나라의 규제가 어떻게 발전해왔는지 살핀다. 제3장에서는 사모펀드를 규제하는 목적에 관한 논의를 검토한다. 해외의 논의는 투자자 보호와 시스템 리스크 방지라는 두 가지 목적을 중심으로 이뤄지고 있으므로 이를 우선 살펴보고 과연 해외에서의 이러한 논의가 우리나라에도 적용될 수 있는지 검토한다. 여기에 추가하여 국내 사모펀드 규제의 특유한 목적으로서 대기업집단의 확장 내지 탈법수단으로서 사모펀드 이용가능성과 외국자본의 먹튀 논란을 살펴보고 과연 규제의 합당한 목적인지를 논의한다. 제4장에서는 사모펀드에 대한 규제의 방법으로서, 직접 규제와 프라임 브로커를 통한 간접 규제의 논의, 미국의 정보 수집 위주 규제, EU의 펀드 직접 규제의 구체적 내용을 검토한다. 마지막으로 제5장에서는 제3장에서 검토한 각 목적 달성을 위해 제4장의 규제 방법론을 참고로 하여 국내 사모펀드 규제가 어떠한 방향으로 개선되어야 하는지 모색해본다.

제2장 사모펀드의 개념과 국내규제의 연혁

제1절 개념

사모펀드란 소수의 자산가로부터 모은 자산의 집합을 의미한다. 불특정 다수로부터 자금을 모집하는 공모펀드와 반대되는 개념이다. 사모펀드는 국내법상으로 사모집합투자기구라 불리는데, 자본시장법은 사모집합투자기구를 ‘집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서 국가, 국책은행, 은행, 금융·보험사 등 전문투자자를 제외한 투자자의 총수가 49인 이하인 것’으로 정의한다(제9조 제19항, 시행령 제14조 참조).³⁾ 사모펀드는 그 운용방식에 따라 다양한 종류가 있는데 그 중 대표적인 것이 PEF(Private Equity Fund)와 헤지펀드이다. PEF와 헤지펀드의 구분은 본래 법적인 것이 아니고 투자대상과 전략에 따른 경제적인 구분이다. 그런데 국내 입법자들은 공모펀드와 구분되는 사모펀드 제도를 도입할 때 해외의 이러한 구분을 법제화하였고 현행법은 그에 따라 전자를 경영참여형 사모집합투자기구, 후자를 전문투자형 사모집합투자기구로 규정하고 있다.

PEF는 기업의 의결권 있는 지분증권에 투자하고 의결권 행사를 통해 이사를 선임하는 등의 방법으로 해당 기업의 경영권을 확보한다. 투자대상은 주로 비상장 기업이지만 세계적으로 상장기업에 투자하는 금액도 빠르게 증가하고 있다.⁴⁾ 그 후 비효율적인 부문의 구조조정을 단행하고 신규 자금으로 대규모 마케팅에 나서는 등의 방법으로 기업을 경영하여 기업가치를 제고함으로써 취득한 지분의 가치를 높인다. 최종적으로 다른 기업이나 사모펀드에 취득 당시보다 높은 가격으로 지분을 매각하거

3) 모집과 사모를 구분하는 50인이라는 기준은 일본에서 유래되었다. 일본은 1948년 증권취인법(현재는 ‘금융상품취인법’)을 제정하면서 미국의 1933년 증권법상 35인 기준을 완화하여 50인을 기준으로 설정했는데, 우리나라도 금융 관련 법률을 제정하면서 일본의 법을 받아들인 결과가 현재까지 이어지고 있다. (윤승환·차일규, 사모투자펀드와 M&A, 삼일인포마인(2017), 16)

4) Douglas Cumming, Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation, Wiley(2010), 111.

나 유가증권 시장에 상장하여 투자금을 회수한다. 투자의 특성상 투자기간이 수년에 걸쳐 상당히 길고 그동안 자금이 묶여 있는 비유동적인 투자이다. PEF의 투자자들도 최종적으로 투자가 종료되기까지는 투자금을 회수하기 어렵다. PEF의 투자형태와 유사한 것은 중세시대부터 존재하기는 했으나 근대적인 형태의 바이아웃(경영권 인수를 의미한다) PEF는 1946년 George F. Doriot이 설립한 American Research and Development Corporation로부터 출발했다고 일컬어진다.⁵⁾

헤지펀드는 다양한 투자 전략을 통하여 시장 상황과 무관한 절대 수익을 올리는 것을 목표로 한다. 헤지펀드를 일률적으로 정의하기는 어렵는데 통상적인 특성으로는 공매도 전략 및 레버리지의 활용, 투자 전략의 다양성이 있다. 일반적으로 시장에서 거래되어 시세가 형성되어 있는 주식·채권 등에 투자하여 단기적인 시세차익을 노린다. 구체적으로 주요 전략을 살펴보면 저평가된 주식을 사고(롱) 고평가된 주식을 공매도하는(숏) 주식롱숏 전략, 거시경제의 흐름에 따라 국고채·환율·귀금속·상품 등 다양한 투자수단에 투자하는 글로벌 매크로 전략, 지정학적 리스크, 금융위기, 자연재해 등 증시 펀더멘탈을 훼손하지 않으면서 단기적 사건으로 시장가격이 급변할 때 수익을 내는 이벤트 드리븐 전략, 선물과 현물의 가격, 보통주와 우선주의 가격, 국가별 지수 간 괴리가 발생할 경우 그 차익에서 수익을 내는 차익형 전략 등을 구사한다.⁶⁾ 근대적 의미의 헤지펀드는, 시장의 유동성에 대비하여 롱 포지션과 숏 포지션을 활용한 Alfred Winslow Jones가 1949년 처음 설립했다고 이해된다.⁷⁾

5) 윤승환·차일규, 위의 책, 33

6) 조충현, 한국형 헤지펀드 투자전략, 새로운 제안 (2012), 163-173.

7) Luther R. II Ashworth, Is Hedge Fund Adviser Registration Necessary to Accomplish the Goals of the Dodd-Frank Act's Title IV, 70 Wash. & Lee L. Rev. 651 (2013), 656.

표 1. 공모펀드, 헤지펀드, PEF의 비교

	공모펀드	헤지펀드	PEF
투자전략	주식, 채권	주식 롱숏, 글로벌 매크로, 이벤트 드리븐 등	경영권 인수하여 기업가치 제고 후 Exit
법적형태	신탁, 회사 등	신탁, 회사 등	GP, LP로 구성된 파트너십
투자자 제한	제한없음	자격제한	자격제한
롱숏여부	롱 또는 숏	롱숏 동시 구사 가능	롱만 가능
투자기간	투자자 성향에 따름	운용자의 성향에 따름	3년에서 7년까지의 장기간
환매	자유로움	일정기간 경과 후 자유로움	원칙적으로 중도환매 불가
벤치마크	벤치마크를 추종한 목표 수익률	벤치마크 및 시장상황과 무관한 절대수익	벤치마크 무관
레버리지 활용	원칙적 금지	허용	허용
보수	운용수수료 수취. 성과보수 금지	운용수수료 및 성과보수 수취	운용수수료 및 성과보수 수취
규제의 정도	엄격한 규제	약한 규제	약한 규제

출처: Cumming, Douglas J., Na Dai and Sofia A. Johan, Hedge Fund Structure, Regulation, and Performance around the World, Oxford: Oxford University Press (2013), 6-7의 표를 수정함. (일반적인 비교이고 국내법의 자세한 내용은 아래에서 별도로 검토한다.)

제2절 개념의 비교 - 미국·EU와의 비교

I. 미국 - 도드프랭크법의 정의

미국은 2008년 금융위기에 대한 후속 대책으로 제정한 도드프랭크법⁸⁾에서 처음으로 사모펀드를 의미하는 ‘private fund’를 정의했다. 도드프랭크법 Sec. 402(a)으로 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940)⁹⁾ sec. 202(a)를 개정하여, ‘private fund’를 ‘1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)¹⁰⁾ sec. 3(c)(1) 또는 sec. 3(c)(7)에 해당하는 발행인’이라고 정의하는 내용을 추가하였다.

Sec. 3(c)(1)의 경우, 발행된 증권의 소유자가 100명을 넘지 않고 현재와 향후에 증권의 공모를 하지 않는다면 그 발행인을 투자회사로 보지 않는다. 이때 소유자의 자격에 대해서는 일반투자자, 적격투자자를 가리지 않는다. 회사가 증권을 소유한 경우 이 역시 1인의 소유자로 취급하지만, 그 회사가 투자회사이고 10% 이상의 지분을 소유한 때는 그 투자회사의 투자자들을 각각 발행인의 증권 소유자로 계산한다. Sec. 3(c)(7)의 경우, 발행된 증권의 소유자가 모두 적격매수인(qualified purchaser)에 해당하고 현재 및 향후 증권의 공모를 하지 않는다면 그 발행인을 투자회사로 보지 않는다. Sec. 3(c)(1)이 소유자 수의 측면에서 금융시장에 대한 영향력이 크지 않은 소규모 비공개 회사에 대한 규제의 필요성을 부정한 취지의 예외라면, Sec. 3(c)(7)은 경제적으로 스스로를 보호할 수 있는 자들에 대해서는 규제를 통한 보호의 필요성이 없다는 취지의 예외라고 해석된다. Sec. 2(a)(51)은 적격매수인으로 네 가지 유형을 규정하는데, 자연인으로서 5백만 달러 이상의 투자자산을 보유한 자, 자연인 내지 법인 불문하고 자기 또는 다른 적격매수인의 계산으로 총 2천 5백만 달러 이상의 투자자산을 운용하는 자 등이 대표적이다.

헤지펀드와 PEF의 정확한 정의를 1940년 투자회사법과 1940년 투자자

⁸⁾ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010

⁹⁾ 15 U.S.C. sec 80b-1 *et seq.*

¹⁰⁾ 15 U.S.C. sec 80a-1 *et seq.*

문업자법 모두 담고 있지 않은데 미국증권거래위원회(Securities and Exchange Commission; 이하 ‘SEC’라 한다)의 정의를 참고할 수 있다.

SEC는 도드프랭크법 sec. 404로 개정된 1940년 투자자문업자법 sec. 204에 따라 사모펀드 운용자의 보고의무를 강화하는 내용의 Rule 204(b)-1¹¹⁾을 제정했다. Rule 204(b)-1에 의하여 사모펀드 운용자는는 보고의무의 일환으로 SEC에 Form PF를 제출해야 하는데, Form PF: Glossary of Terms에 따르면 헤지펀드란,

- (1) 미실현 이익을 고려하여 계산된 성과보수를 받음
- (2) 차입액이 순자산가치(net asset value)의 2분의 1을 초과하거나 총명목노출 (gross notional exposure)이 순자산가치의 2배를 초과함
- (3) 증권 또는 다른 자산을 공매도함

이라는 요건 중 어느 하나에 해당하는 사모펀드를 말한다. 헤지펀드의 정의에 비하여 PEF의 정의는 간단한데, 헤지펀드, 유동성펀드, 부동산펀드, 자산유동화펀드 또는 벤처캐피탈이 아닌 사모펀드로서통상의 투자활동 중 투자자에게 환매가 허용되지 않는 것을 의미한다.

또한 SEC는 헤지펀드에 대한 등록의무 부과를 주된 내용으로 하여 2004년에 발표한 소위 ‘Hedge Fund Rule’¹²⁾에서 헤지펀드의 개념 요소로 ① 1940년 투자회사법 sec. 3(c)(1) 또는 sec. 3(c) (7)에 해당하고 ② 투자자가 투자 후 2년 이내에 투자금을 환급받을 수 있으며 ③ 투자자가 운용자의 투자에 관한 전문성과 능력을 근거로 투자하는 점을 꼽았다.

II. EU - AIFMD의 정의

EU는 AIFMD(Alternative Investment Fund Managers Directive; 대체투자펀드 운용자 지침)¹³⁾에서 헤지펀드와 PEF를 포함하는 대체투자펀드를

¹¹⁾ 17 CFR § 275.204(b)-1 - Reporting by investment advisers to private funds.

¹²⁾ SEC, “Registration of Certain Hedge Fund Advisers, Investment Advisers Release No. 2333, 69 Fed. Reg. 72,054 (Dec. 10, 2004) (codified at 17 C.F.R. pts. 275, 279 (2006))”, <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm>.

¹³⁾ DIRECTIVE 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives

정의한다. 대체투자펀드(AIF; Alternative Investment Fund)라 함은 여러 투자자로부터 투자의 목적으로 자금을 모집한 것으로서 UCITS지침¹⁴⁾에 따른 인가를 필요로 하지 않는 것을 말한다(Art. 4.1.(a)). UCITS지침은 대중으로부터 모은 자금으로 양도성 증권 또는 다른 유동 금융자산에 투자하는 집합투자업을 규율하는 지침으로서 쉽게 말하여 공모펀드와 그 운용자에 대한 규제를 담고 있는데, 대체투자펀드는 위 공모펀드를 제외한 모든 형태의 펀드를 의미한다.

III. 한국 - 자본시장법의 정의

자본시장법 제9조(그 밖의 용어의 정의)

⑱ 이 법에서 "사모집합투자기구"란 집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서 대통령령으로 정하는 투자자의 총수가 대통령령으로 정하는 수 이하인 것을 말하며, 다음 각 호와 같이 구분한다.<개정 2015.7.24.>

1. 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사인 사모집합투자기구(이하 "경영참여형 사모집합투자기구"라 한다)
2. 경영참여형 사모집합투자기구를 제외한 사모집합투자기구(이하 "전문투자형 사모집합투자기구"라 한다)

앞서 본듯이 사모집합투자기구란 집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서 국가, 국책은행, 은행, 금융·보험사 등 전문투자자를 제외한 투자자의 총수가 49인 이하인 것을 의미한다. 자본시장법은 이에 더 나아가 사모펀드의 투자전략에 따라 경영참여형과 전문투자형으로 구분하고 있다. 전자는 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을

2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010.

¹⁴⁾ DIRECTIVE 2009/65/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)

위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 사모펀드이고, 후자는 그 외 다양한 투자전략을 사용하는 사모펀드이다. 미국의 헤지펀드와 PEF에 대한 개념정의가 SEC에 보고해야 하는 정보의 내용과 주기를 구별하기 위한 의미에 그치는 반면, 우리나라는 자본시장법에 헤지펀드와 PEF에 각 상응하는 전문투자형과 경영참여형 사모집합투자기구를 규정하여 그 존재와 영업을 법적으로 가능케하는 의미가 있다.

IV. 소결

각 정의의 특징을 정리하자면, 미국은 금융시장에 대한 영향력이나 투자자의 성질을 고려하여 ‘private fund’를 정의한다. EU는 양도성 증권에 투자하는 공모펀드를 제외한 모든 펀드를 대체투자펀드로 칭하여 가장 넓은 개념을 택하여 다양한 펀드 유형을 포섭하고 있다. 우리나라는 일응 미국과 유사하게 투자자의 수와 자격을 기준으로 사모펀드를 정의하는데 PEF와 헤지펀드를 각각 경영참여형 사모집합투자기구와 전문투자형 사모집합투자기구로 법제화했다는 것이 특징이다. 미국과 EU가 법률의 단계에서 PEF와 헤지펀드를 선제적으로 정의하지 않은 이유는, 일반적으로 사모펀드의 주요 특징으로 거론되고 있는 사항들은 사모펀드가 규제로부터 자유로운 영역에서 시장 필요에 따라 설정되고 운용됨에 따라 나타난 사후적인 현상 중 공통적으로 인지되는 것들을 정리한 것인데, 복잡한 사모펀드 시장구조를 감안할 때 이들을 아우르는 기능적 정의를 하는 것이 현실적으로 가능하지 않기 때문이라고 생각된다.¹⁵⁾ 그럼에도 불구하고 자본시장법이 PEF와 헤지펀드를 정의하여 규정한 이유는 법이 정한 내용과 형식의 금융투자업만이 허용됨으로 인해 이와 같은 정의 없이는 사모펀드가 공모펀드와 차별화되어 존재할 수 없기 때문이다.

미국, EU, 우리나라의 사모펀드에 대한 규제의 구체적인 내용은 해당 부분에서 자세히 검토하는데, 각 규제의 내용을 비교·분석할 때 이와 같

¹⁵⁾ 김은집, “미래의 사모펀드규제: 법제도론을 중심으로”, 증권법연구 제16권 제2호 (2015. 8.), 30.

이 각기 다른 사모펀드의 개념과 범위를 유념해야 한다. 또 이하 논의에 있어서 주제별로 PEF와 헤지펀드 중 논의의 초점이 다른데, 투자자 보호에서는 두 가지 모두 문제되는 반면, 시스템 리스크에서는 헤지펀드가 주로 문제된다. 국내의 논의로서 대기업집단에 관한 것은 기업 지배를 목적으로 하는 PEF를 중심으로 전개된다.

제3절 국내규제의 연혁

우리나라는 법이 정한 내용과 방식에 따른 금융투자업만 허용하는 결과 사모펀드에 관한 특별 규정이 없던 종래에는 투자자 수가 적다고 하더라도 법적으로 공모펀드와 동일한 규제를 받아왔다. 그런데 1997년 IMF 외환위기를 겪으면서 비효율적인 지배구조와 취약한 경영상태에 놓여 있던 기업에 대하여 대규모 구조조정이 진행되었고, 국내 금융기관 및 기업의 인수·매각을 통해 거대차익을 남기는 외국계 사모펀드에 대항할 국내 금융자본을 육성하고 연기금 등을 위한 새로운 장기 투자 수요 확대에 따른 새로운 투자대안의 필요성이 대두되었다.¹⁶⁾ PEF의 도입을 추진하게 된 데에는 이러한 상황적 배경이 있었다.¹⁷⁾

증권투자신탁업법이 1998. 9. 16. 개정되면서 최초로 사모펀드의 가능성이 열렸다. 개정 전 증권투자신탁업법은 ‘불특정 다수인’을 상대로 수익증권을 발행하여 자금을 모집하는 방식만을 허용했으나, 이 개정으로 ‘불특정 다수인’이 ‘투자자’로 변경됨으로써 소수의 특정 자본가 또는 기관투자자로부터 투자를 유치하는 것이 가능해졌다. 자본시장의 규모가 커지고 투자환경이 성숙됨에 따라 기관투자자 등 특정인을 상대로 수익증권을 판매하여 자금을 모집할 수 있도록 허용한 것이다.¹⁸⁾ 증권투자신탁업법에 따라 투자신탁 운용업무를 영위하고자 하는 위탁회사는 재정경제부장관의 허가를 받아야 했다. 같은 날 증권투자회사법이 제정됨으로

¹⁶⁾ 금융감독원, 경영참여형 사모집합투자기구 실무안내 (2016), 10.

¹⁷⁾ 박정훈, “사모투자전문회사(Private Equity Fund) 도입배경 및 경과”, BFL 제10호 (2005. 3.), 45;

¹⁸⁾ 증권투자신탁업법 1998. 9. 16. 일부개정 개정이유

써 특정인으로부터 모집한 자금으로 주식회사를 설립하여 투자할 수도 있게 되었다. 증권투자회사법에 따라 증권투자회사의 위탁을 받아 그 자산의 운용업무를 행하고자 하는 자는 금융감독위원회에 등록해야 했다.

2003년에는 위 두 법이 통합되어 간접투자자산운용업법이 제정되었는데, 2004. 10. 5. 개정으로 최초로 사모펀드에 관한 규정이 도입되었다. 개정 간접투자자산운용업법은 의결권 있는 지분의 10% 이상을 취득하여 경영에 참여하고 기업가치를 높여 그에 따른 수익을 투자자에게 배분하는 ‘사모투자전문회사’ 제도를 신설했다. 다양한 투자기회를 제공하고 민간자본이 구조조정 과정에 참여하도록 유도한다는 입법 목적이었다. 공모펀드에 관한 규제를 전제로 사모펀드에 관하여는 규정 중 일부의 적용을 배제하는 방식으로 규제하였다. 사모투자전문회사의 업무집행사원에 대하여 자산운용회사로서의 허가를 받지 않아도 되도록 면제하였고 사모투자전문회사는 금융감독위원회에 등록하면 되었다. 위 개정안이 통과되자 미래에셋캐피탈자산운용과 우리은행 소속 직원들이 ‘1호 사모펀드’ 타이틀을 차지하기 위해 금융감독원에 몰려들었고 두 회사 모두에게 ‘1호’ 타이틀을 달아주는 해프닝도 있었다.¹⁹⁾

간접투자자산운용업법이 2009. 2. 4. 폐지되고 동시에 자본시장법이 제정되면서 사모펀드에 관한 규제도 자본시장법으로 옮겨졌다. 이때 소위 ‘한국형 헤지펀드’라며 대대적으로 홍보가 되었던 적격투자자만을 대상으로 하는 사모집합투자기구에 대한 특례조항이 신설되었다. 그러나 헤지펀드 도입에 관한 비난 여론에 부딪힌 나머지, 자본시장법 시행령 제정 과정에서 다시금 헤지펀드 도입 취지에 맞지 않는 과도한 제한이 부과되었다.²⁰⁾ 2011년에 이르러서야 다시 ‘한국형 헤지펀드’의 도입 논의가 진전되어 2011. 9. 30. 자본시장법 시행령 개정으로 위 제한이 폐지되며 진정한 ‘한국형 헤지펀드’ 제도가 시행되었다. 다만 금융투자업 인가에

¹⁹⁾ 박동휘·좌동욱, 1조원의 승부사들, 한국경제신문 (2015), 14-19.

²⁰⁾ 자본시장법이 2009. 2. 4. 시행됨과 동시에 적격투자자만을 대상으로 하는 사모집합투자기구에 관한 규정이 도입되었으나 이에 대한 시행령 규정이 2009. 12. 21.에 이르러서야 신설되었고 그마저도 위 사모집합투자기구의 투자대상을 회생절차개시 또는 파산 신청 기업, 부실징후기업, 채권금융기관과 재무구조개선약정을 체결한 기업 등으로 제한했다.

대한 예외는 규정되지 않아 ‘한국형 헤지펀드’를 운용하기 위해서는 여전히 금융위원회의 인가를 받아야 했다.

사모펀드에 관한 자본시장법의 규제 방식은 2015. 7. 24. 개정으로 큰 변화를 겪었다. 2015. 7. 24. 개정 이전 자본시장법은 사모펀드를 세 가지로 분류했다. 의결권 있는 지분의 10% 이상 또는 경영에 대한 사실상의 지배력 행사가 가능한 정도를 취득하는 사모투자전문회사(PEF), 적격투자자만을 대상으로 수익증권을 발행하여 자금을 모집할 수 있는 대신 투자대상에 대한 제한이 없는 전문사모집합투자기구(전문사모펀드 또는 소위 ‘한국형 헤지펀드’), 투자자의 자격이나 투자대상에 대한 제한이 없는 일반 사모집합투자기구(일반사모펀드)로 나뉘었고, 공모펀드에 관한 규제가 적용됨을 전제로 하여 각 사모펀드의 특성을 고려해서 그 중 일부의 적용을 배제하는 형태로 규정되었다. 일반사모펀드의 경우 투자자의 자격에 대한 제한이 없고 공모펀드에 비해 자산운용 및 공시 규제가 일부 완화되어 적용되었다. 전문사모펀드의 경우 적격투자자에 한하여 투자가 가능한 대신 일반사모펀드보다 더욱 완화된 자산운용 규제를 적용받았다. 사모투자전문회사의 경우 투자자 제한이 있고 자산운용 방법이 지분 취득을 통한 경영참여 방식으로 한정되었다. 이 중 일반사모펀드와 전문사모펀드를 운용하기 위해서는 여전히 인가를 받아야 했다.

그런데 공모펀드에 관한 규정의 예외를 두는 방식으로 인해 과도한 규제가 초래된다는 비판이 일었다.²¹⁾ 특히 일반사모펀드의 경우 일반투자자의 참여가 가능하다보니 투자자 보호를 위한 엄격한 규제가 불가피했다. 세 가지 사모펀드 사이 규제의 정합성이 부족하고 인·허가 체계가 혼란스러워 규제차익이 발생하기도 했다. 일반사모펀드와 전문사모펀드를 운용하기 위해 집합투자업 인가를 받아야 하는 점에서, 사모펀드만을 운용하려는 자에게 집합투자업 인가의 까다로운 요건을 충족하도록 하는 것은 과도한 진입규제로 작용하였다. 그리하여 일반투자자의 참여를 배제하는 동시에 사모펀드 전반에 대한 규제를 완화하는 작업이 추진된 결과 2015. 7. 24. 자본시장법이 대대적으로 개정된 것이다.

²¹⁾ 금융위원회, “자본시장의 역동성 제고를 위한 사모펀드제도 개편방안” (2013. 12. 4.), 1.

2015. 7. 24.자 개정은 그 개정이유에서, ‘창의적이고 혁신적인 자본으로서의 사모펀드(사모집합투자기구)의 순기능이 제고될 수 있도록 사모펀드의 규율체계를 재정립하고, 사모펀드 제도 전반의 규제를 대폭 완화하는 한편, 사모펀드의 투자자를 보호하고 부작용을 최소화할 수 있도록 적격투자자 제도를 도입하고, 사모펀드의 자금차입 및 운용자에 대한 감독을 강화하며, 사모펀드를 활용한 계열회사 우회지원을 제한하는 등 현행 제도를 개선함으로써 사모펀드 산업의 건전한 발전을 통하여 자본시장의 부가가치 창출 기능을 강화하고 우리 경제의 역동성을 제고하려는 것’이라고 하여 사모펀드 규제 완화를 통한 제도 활성화에 초점을 맞추었다. 본 개정으로 사모펀드의 유형이 세 가지에서 두 가지로 축소되었다. 기존의 사모투자전문회사는 경영참여형 사모집합투자기구로 명칭을 바꾸어 유지됐고, 기존의 일반사모펀드와 전문사모펀드는 전문투자형 사모집합투자기구로 통합되었다. 그 이후 2016. 12. 20. 개정을 통해 금융위기 이후 민간자금을 이용한 구조조정의 필요성으로 인해 한시적으로 도입되었던 기업재무안정 경영참여형 사모집합투자기구 제도를 상시화하고 창업·벤처 기업에 대한 원활한 자금 조달을 통하여 성장기반을 조성하기 위해 창업·벤처전문 경영참여형 사모집합투자기구 제도를 신설했다.

표 2. 사모펀드 규제체계 2015년 개정 전, 현행 및 2018년 개편방향 비교

구분		2015년 개정 이전 자본시장법			현행 자본시장법		2018년 개편방향
		일반 사모펀드	전문사모펀드 (헤지펀드)	사모투자전문 회사(PEF)	전문투자형 (헤지펀드)	경영참여형 (PEF)	사모펀드 일원화
운용사		인가받은 자산운용업자	인가받은 자산운용업자	GP 등록한 자	자산운용사	업무집행사원 (GP)	자산운용사 *기관전용 사모펀드: 업무집행사원(GP)
투자자 범위		제한없음	5억이상 개인·법인+전문투자자	개인 10억, 법인 20억 이상	1억이상 개인·법인+전문투자자	3억이상 개인·법인+전문투자자	1억이상+기관투자자 *기관 전용 사모펀드: 기관투자자만
운용 규제	경영권 참여	해당없음	해당없음	-출자금 50% 이상 주식 투자 -지분 10%이상 취득	해당없음	-출자금 50% 이상 주식투자 -지분 10%이상 취득	규제 폐지
	의결권 제한	10%초과 지분 의결권 無	10%초과 지분 의결권 無	해당 없음	10% 초과 지분 의결권 無	해당 없음	규제 폐지
	레버리지 규제	예외적으로 재산총액 10%이내	-금전차입: 재산총액 400% 이내 -채무보증, 담보제공: 재산총액 50% 이내	예외적으로 재산총액 10%이내 (단, SPC는 자기자본 300%까지 가능)	순자산 400%이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자 등)	예외적으로 순자산 10% 이내 (단, SPC는 자기자본 300%까지)	순자산 400%이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자 등)

	대출	대출가능 (단, 개인대출 금지)	대출가능 (단, 개인대출 금지)	대출불가	대출가능 (단, 개인대출 금지)	대출불가	대출가능 (단, 개인대출 금지)
보고 의무	업무 보고서 제출· 공시	-분기별 제출 -지점·영업소 비치, 홈페이지 공시 등	-분기별 제출 -지점·영업소 비치, 홈페이지 공시 등	해당없음	-분기별 제출 -지점·영업소 비치, 홈페이지 공시 등	해당없음	보고의무 유지 *기관전용 사모펀드: 규제없음
	시스템 리스크 관련 보고	운용전략, 파생 상품, 위험관리 현황보고 (분기별)	차입, 파생상품, 채무보증, 담보제공, 위험 관리 현황보 고 (분기별)	경영권 참여 외 파생상품, 차입, 채무보 증 현황보고 (분기별)	파생상품 매매, 채 무보증, 담보제공, 금전차입 현황보 고 (재산총액 기준 100억↑: 연2회 100억↓: 연1회)	경영권 참여 외 투자 현황, 차입, 채무보증 현황보고 (재산총액 기준 100억↑: 연2회 100억↓: 연1회)	보고의무 유지 (일부 규제 완화)
검사·감독		펀드·운용사 모두 검사·감독 가능	펀드·운용사 모두 검사·감독 가능	-펀드:검사·감독 명확히 규정 -GP: 검사·감독 명확히 규정 되지 않음	펀드·운용사 모두 검 사·감독 가능	-펀드:검사·감독 규정 -GP: 검사·감독 명확히 규정되지 않음	운용사 검사·감독 *기관전용 사모펀드 (GP): 금융당국 개입 최소화 (단, 시스템 리스크, 시장질서 교란 관리 차원의 검사 가능)
대기업 관련 규제		-투자제한 -의결권 행사 제한	-투자제한 -의결권 행사 제한	-소유제한 -출자제한 -의결권 행사	해당없음	기존 계열회사 지분 취득 및 의 결권 행사금지	기존 계열회사 지분 취득 및 의결권 행사 금지 등

			제한 은행주식 취득 제한		등	
--	--	--	---------------------	--	---	--

출처: 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.), 8,
금융위원회, “자본시장의 역동성 제고를 위한 사모펀드제도 개편방안” (2013. 12. 4.), 20의 각 표를 2015년 개정 이전 자본시장법의 내용
을 삽입하는 등으로 수정하였다.

제3장 사모펀드 규제의 목적

제1절 개관

근대적 사모펀드의 발생지라 일컬어지는 미국에서 사모펀드는 종래 규제받지 않는 영역이었다. 전통적으로 펀드에 대한 규제는 투자자를 과도한 손실위험으로부터 보호하는 것을 주된 목적으로 하였는데 사모펀드에 투자하는 소수의 자산가들은 충분히 투자의 위험으로부터 스스로를 보호할 수 있는 능력이 있으므로 법의 후견적 개입이 필요없다고 판단한 것이다. 그런데 1999년 Long-Term Capital Management(LTCM) 사태로 새로운 규제에 관한 논의가 촉발되었다. 1994년 설립된 LTCM은 과소평가된 채권에 대하여 롱 포지션을, 과대평가된 채권에 대하여 숏 포지션을 잡고 이에 관련한 파생상품 투자 전략을 사용했는데, 그 과정에서 자기자본의 20배가 넘는 부채를 이용했다.²²⁾ 1998년 러시아가 채무불이행을 선언하는 등 시장상황이 악화되자 대규모 손실이 났고 LTCM에 자금을 빌려준 은행과 증권회사들에 위험이 번질 것이 우려되자 이듬해 채권자집단은 LTCM에 대한 강제금융을 단행했다.²³⁾ 이 사건을 계기로 헤지펀드가 금융시스템에 대한 위기를 초래할 가능성이 있다는 자각이 일었다.²⁴⁾ 2007년 레버리지를 사용하여 서브프라임 모기지 시장에 크게 노출되어 있던 베어스틴스의 헤지펀드 두 개가 파산하자 헤지펀드에 관한 논란이 증폭되었고 결국 세계적인 규제 추세로 이어졌다.²⁵⁾ 비록 헤지펀드가 2008년 금융위기에 실제로 얼마나 기여했는지에 대해서는 논란이 있지만²⁶⁾, CDO(Collateralized Debt Obligations)라는 모기지 채권을 기초자산으로 하는 파생상품과 CDS(Credit Default Swap)에 대거 투자함으로써 시스

²²⁾ Ashworth, 앞의 논문, 670.

²³⁾ Ashworth, 앞의 논문, 670.

²⁴⁾ Paul M. Jonna, In Search of Market Discipline: The Case for Indirect Hedge Fund Regulation, 45 San Diego L. Rev. 989 (2008), 993.

²⁵⁾ 위의 논문, 993.

²⁶⁾ Wulf A. Kaal, Hedge Fund Regulation via Basel III, 44 Vand. J. Transnat'l L. 389 (2011), 451; 논란의 자세한 내용은 제3절 시스템 리스크 부분에서 검토한다.

템 리스크를 발생시켰다는 비판이 일었다.²⁷⁾ 경기 하락 국면에서 공매도 전략을 구사하여 하락 추세를 강화시켰다는 비난을 받기도 했다.²⁸⁾ 나아가 2005년 Bayou Hedge Fund Group의 몰락, 2008년 Madoff 스캔들 등의 사기 사건이 언론의 조명을 받았는데, 두 사건 모두에서 놀라울 정도로 긴 기간 자금의 횡령과 유용이 은폐되었다.²⁹⁾ 이로 인해 헤지펀드의 사기적 행각으로부터 투자자를 보호할 필요성이 대두되었다.

일련의 사태로 인해 투자자 보호와 시스템 리스크 방지가 사모펀드 규제의 필요성으로서 대두되었다. 금융위기의 교훈으로 2007년 중반부터 2010년 말까지의 기간 동안 G7/8 및 G20은 시스템적으로 중요한 모든 금융기관과 시장 및 상품은 적절한 수준의 규제 및 감시를 받아야 한다는 데에 합의했다.³⁰⁾ 그와 함께 국제증권감독기구협의회(IOSCO; International Organization of Securities Commission) 기술위원회도 2009년 헤지펀드 규제에 관한 원칙을 제시했고, 2010년 PEF와 관련된 이해상충 규제에 관한 원칙을 제시한 바 있다.³¹⁾ 이에 따라 미국은 1940년 투자자 문업자법을 수정하는 도드프랭크법을 제정했고, EU는 AIFMD를 제정하여 헤지펀드, 나아가 사모펀드 전반에 대한 규율에 나섰다. 우리나라도 사모펀드 활동과 관련된 시스템 리스크 모니터링을 위해 2011년과 2013년 감독 당국에 대한 보고의무를 강화하였다.³²⁾

결국 현재 세계적으로 투자자 보호와 시스템 리스크 방지가 사모펀드 규제의 주된 목적으로 논의되고 있다. 그런데 각 목적이 구체적으로 무엇을 의미하는지, 이를 이유로 사모펀드를 규제하는 것이 합당한지에 관하여는 의견들이 대립한다. 이 장에서는 각 목적별로 논의를 살펴본 후 국내에서 사모펀드 규제의 기준으로 삼을 수 있는 목적이 구체적으로 무

²⁷⁾ Ashworth, 앞의 논문, 681; Henry Ordower, The Regulation of Private Equity, Hedge Funds, and State Funds, 58 Am. J. Comp. L. 295 (2010), 316.

²⁸⁾ Michael McDonald, Containing Systemic Risk: New Developments in Trans-Atlantic Hedge Fund Regulation, 34 Loy. L.A. Int'l & Comp. L. Rev 237 (2011), 248.

²⁹⁾ Veronika Krepely Pool, Hedge Funds and the detection of managerial fraud(Edited by Phoebe Athanassiou), Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments, Edward Elgar (2012), 224.

³⁰⁾ 박삼철, “사모펀드규제 정비의 현황과 과제”, BFL 제71호 (2015. 5.), 56.

³¹⁾ 위의 논문, 56.

³²⁾ 위의 논문, 56.

엇인지 검토한다. 추가적으로 국내에서는 대기업집단에 의해 사모펀드가 문어발식 확장의 도구 내지 규제 회피 수단으로 이용될 우려가 있다는 점과 외국자본의 먹튀를 방지해야 한다는 점이 사모펀드 규제의 근거로 주장되기도 한다. 각 주장의 내용을 살펴보고 대기업집단이 사모펀드를 어떻게 이용할 수 있고 이를 근거로 사모펀드를 규제해야 하는지, 외국자본의 먹튀를 방지해야 한다는 주장이 국내 사모펀드 규제의 논거가 될 수 있는지를 검토한다.

제2절 투자자 보호

I. 해외의 논의 – 미국과 EU를 중심으로

일반적인 민법, 상법, 형법과 증권 관련 법률에 따른 법적 규율에 추가하여 사모펀드의 투자자를 보호하는 추가적인 법적 장치를 둘 필요가 있는지에 관한 논의는 사모펀드에 투자할 수 있는 자의 자격이 투자로 인한 손실 위험으로부터 자기를 보호할 수 있는 금전적 능력을 가진 자로 제한된다는 점에서 비롯된다. 이 때문에 금융에 대한 전문적 지식이 없는 대중을 보호하기 위해서 국가가 공모펀드에 대하여 취하는 규제적 접근이 사모펀드에 대해서도 적절한지에 관한 논의가 있다.

헤지펀드에 투자할 수 있는 자는 기관투자자 또는 소수의 자산가로 제한된다는 위의 이유로 규제를 통한 보호가 필요하지 않다는 입장이 있다.³³⁾ 설령 투자에 내재하는 시장변동에 따른 손실 위험을 넘어 헤지펀드가 사기적 거래에 가담하거나 위법한 거래를 한다고 해도 그러한 행위를 금지하는 규제가 이미 곳곳에 존재하고 소송을 통해 구제받을 수 있다고 한다.

반면 투자자 보호를 위한 규제를 긍정하는 입장에 따르면, 헤지펀드가 거래하는 장외파생상품의 복잡성으로 인해 자산가라고 해도 투자의 내용

³³⁾ Willa E. Gibson, Is Hedge Fund Regulation Necessary, 73 Temp. L. Rev. 681 (2000), 713; Thomas M. J. Mollers·Andreas Harrer·Thomas C. Kruger, The AIFM Directive and Its Regulation of Hedge Funds and Private Equity, 30 J.L. & Com. 87 (2012), 89.

을 정확히 이해하기는 어렵고, 헤지펀드의 사기적 투자행각으로 투자자가 피해를 입은 사건이 다수 발생하였다는 점에서 투자자 보호가 필요하다고 주장한다.³⁴⁾ 투자자 보호 실패 사례들은 투자자들의 역량을 믿고 규제하지 않는 태도가 과연 타당한지에 대해 의문을 제시하게 한다.³⁵⁾ 헤지펀드가 투자하는 상품에 내재하는 투자의 위험성이 매우 클 뿐만 아니라 외부 요인으로 인해 투자자가 피해를 입을 수 있기 때문에 그에 대한 보호 장치가 필요하다. 사기적 행각의 유형에는 과거 펀드 수익률 과장, 펀드 자산의 사적 유용, 감사보고서 조작, 펀드 운용 내역 및 수익률의 허위 공시, 펀드 자산의 과대 내지 축소 평가 등이 있다.³⁶⁾ 영국의 금융당국인 FCA(Financial Conduct Authority)는 헤지펀드 사기를, 처음부터 투자금을 가로챌 목적으로 헤지펀드를 단지 도구로 이용하는 경우와 실제로 투자를 했으나 실패하여 손실을 감추기 위해 실적을 조작하는 경우로 구분한다.³⁷⁾ 헤지펀드의 사기적 행각은 이미 이를 처벌할 수 있는 규정이 마련되어 있으므로 과도한 규제라는 지적이 있을 수 있는데, 이에 대하여는 살인을 처벌하는 규정이 있다고 해도 살인은 발생하고 생명을 되돌릴 수 없듯이 헤지펀드의 사기적 행각도 사후적으로 처벌하는 것으로는 부족하고 사전적으로 이를 미연에 방지할 수 있는 조치가 필요하다고 반박한다.³⁸⁾ 실제로 금융사기 사건에서 관련자가 처벌되어도 투자자들의 손해가 회복되기는 쉽지 않다는 점에서 일리있는 반박이다. 투자자 보호의 필요성을 초래하는 외부 요인의 하나로서 이해상충 거래 가능성을 지적하기도 한다.³⁹⁾ 예컨대 헤지펀드 운용자의 가족이 연관되어 있는 회사의 지분에 헤지펀드가 투자하는 경우를 생각해볼 수 있다. 이런 경우 운용자는 고객인 투자자의 이익을 위해 일해야 할 의무를 잊고 자신

³⁴⁾ Marco Bodellini, From Systemic Risk to Financial Scandals: The Shortcomings of U.S. Hedge Fund Regulation, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 417 (2017), 420.

³⁵⁾ Timothy Spangler, The Law of Private Investment Funds(3rd ed.), Oxford: Oxford University Press (2018), 173.

³⁶⁾ Bodellini, 앞의 논문, 445.

³⁷⁾ Spangler, 앞의 책, 180.

³⁸⁾ Bodellini, 앞의 논문, 458.

³⁹⁾ Thierry Olivier Desmet, Understanding Hedge Fund Adviser Regulation, 4 Hastings Bus. L.J. 1 (2008), 11.

의 이익을 위해 행동할 위험이 있다.

헤지펀드의 소매화(retailization)로 인해 종전과 다른 투자자 보호의 필요성이 생겼다고 주장하기도 한다.⁴⁰⁾ 소매화란 본래 소수 자산가의 전유물이었던 헤지펀드 투자에 대중이 공모펀드를 통해 접근할 수 있게 된 현상을 의미한다. 국내에서는 소매화 경향의 일환으로 사모재간접공모펀드가 출시되었는데, 이 펀드의 운용자는 대중으로부터 자금을 모집하여 여러 헤지펀드에 투자한다. 일반투자자도 간접적으로나마 헤지펀드에 투자할 수 있게 된 것이다. 물론 헤지펀드에 대한 투자를 실제로 집행하는 주체는 공모펀드를 모집한 자산운용사이고 그 자산운용사 소속 펀드매니저가 전문적인 식견을 바탕으로 헤지펀드의 수익성과 운용사의 정직성 등을 평가할 수 있다. 또한 사모재간접공모펀드는 통상 규모가 크기 때문에 펀드매니저에게 헤지펀드 운용자에 대한 상당한 협상력이 있고 우월한 협상력을 바탕으로 투자에 필요한 정보를 획득할 수 있다.⁴¹⁾ 그렇다고 하더라도 헤지펀드의 소매화로 인하여 헤지펀드에 간접적으로나마 투자하는 일반투자자의 수가 증가함으로써 사모펀드에 투자할 수 있는 자격을 제한한 취지가 퇴색될 우려가 있다.⁴²⁾ 펀드매니저가 개입된다고 하더라도 경제적 보호 능력과 금융에 대한 지식이 부족한 투자자들이 통상의 투자보다 큰 위험에 노출되는 것이 사실이기 때문이다. 펀드매니저가 협상력을 바탕으로 헤지펀드로부터 정보를 수월하게 얻어낼 수 있다고 하더라도 시장에서 형성된 가격이 없는 투자대상자산이나 헤지펀드 운용자의 능력 등에 관한 정보는 헤지펀드 운용자로부터 얻어야 하는데, 이때 정보의 비대칭이 불가피하게 일어난다.⁴³⁾ 2008년 미국 증권가를 뒤흔든 Madoff 스캔들의 조사 결과 재간접펀드를 통해 거액의 자금의 Madoff의 회사에 투자되고 손실을 입었는데, 이때 재간접펀드의 펀드 매니저들은 투자자들이 기대하는 정도의 전문적 역할을 충분히 제공하지

40) Ordower, 앞의 논문, 311; Bodellini, 앞의 논문, 421.

41) Bodellini, 앞의 논문, 449.

42) Bodellini, 앞의 논문, 449.

43) Harry McVea, Alternative investments and retail investors- a bold but risky experiment (Edited by Phoebus Athanassiou), Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments, Edward Elgar (2012), 162.

못했다는 점이 드러났다.⁴⁴⁾ 나아가 협상에 나아가지 못하고 미리 설정된 조건을 ‘받아들이거나 떠나거나(take it or leave it)’ 하는 방식으로 헤지펀드에 참여해야 하는 경우도 있다.⁴⁵⁾

연기금 등의 헤지펀드 투자에 대하여도 사모재간접공모펀드의 경우와 같은 문제가 지적된다.⁴⁶⁾ 각종 연기금, 공제회 등 기관투자자는 헤지펀드 및 PEF에 대한 투자를 점차 늘리고 있는 추세이다. 연기금과 공제회는 그 회원으로부터 자금을 건어서 이를 운용하는데 이때 회원은 주로 일반투자자이다. 대규모 연기금, 공제회는 투자에 대한 실무 경험과 전문지식이 두터운 운용자가 상주하여 투자를 지휘하지만 상대적으로 소규모인 연기금, 공제회는 그러한 인력이 상주해있다고 보기 어렵고 충분한 정보와 수익성에 대한 분석 없이 일반투자자로부터 모은 자금을 위험성이 큰 사모펀드 투자에 운용할 위험이 있다. 만약 투자가 실패하여 연기금, 공제회의 자금이 고갈될 경우 그 피해는 고스란히 우리 주위의 일반투자자에게 돌아갈 것이다. 미국의 경우 실제로 2006년 헤지펀드 운용자인 Amaranth Advisers가 파산하여 San Diego County Retirement fund가 1억 달러의 손실을 본 사례가 있다.⁴⁷⁾

II. 국내에서의 논의

국내에서 발생한 금융사기 사건 중 사모펀드가 중점적으로 문제되었던 것은 아직 발견할 수 없다. 이는 국내에 PEF가 도입된 지 15년, 헤지펀드가 도입된 지 7년 밖에 경과하지 않는 등 사모펀드의 역사가 짧고, 금융시장에서 사모펀드가 차지하는 비중이 미국 등 선진국에 비해 상대적으로 크지 않기 때문으로 풀이된다. 그러나 비록 아직까지 사모펀드가 개입된 투자자 사기 사건이 미국에서와 같이 대대적으로 발생한 적이 없더라도 이를 예방하기 위한 안전장치를 미리 마련해두어야 하는 것은 당

44) Spangler, 앞의 책, 175.

45) Harry McVea, 앞의 논문, 162.

46) Bodellini, 앞의 논문, 449.

47) Bodellini, 앞의 논문, 450.

연하다. 국내 사모펀드 시장은 근래 들어 가파르게 성장하고 있는데⁴⁸⁾ 금융당국이 사모펀드 개편방향을 통해 사모펀드 산업 육성에 대하여 보여준 의지는 이러한 성장세를 더욱 가속화할 것이다.

⁴⁸⁾ 2019. 1. 28. 기준 국내 설정된 사모펀드 규모는 335조 원으로 1년만에 17% 증가한 것으로 나타났는데, 이에 비해 공모펀드 설정액은 245조 원으로 같은 기간 5% 남짓 늘어나는 데 그쳤다(홍혜진, “사모재간접펀드 인기폭발, 1년새 설정액 1334억 늘어”, 매일경제 (2019. 1. 29.), A22.).

(단위: 개)

표 3. PEF 규모별 현황

										* 5
구분	출자약정액	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18.6월	천
대형	3,000억원 이상	36	45	47	51	57	53	48	51*	억
중형	1,000억원~	50	63	76	100	115	127	130	136	조
	3,000억원									
소형	1,000억원 미만	95	118	114	126	144	203	266	314	원 :
계		181	226	237	277	316	383	444	501**	개 ,

1조원 이상: 9개

**일반 PEF: 423개, 기업재무안정 PEF: 53개, 창업벤처전문 PEF: 19개, 해외자원개발 PEF: 6개

출처: 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.), 19

(단위: 억원, %)

표 4. 출자약정액 및 이행현황

구분	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18.6월
약정액	318,859	399,821	439,999	512,442	585,180	622,261	626,032	664,828
이행액	176,978	210,567	280,844	317,634	383,903	435,931	455,353	493,443
이행비율	55.5	52.7	63.89	62.0	65.6	70.1	72.7	74.2

출처: 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.), 19

(단위: 개사)

표 5. 전문사모운용사 등록현황

구분	'15.12월 말	'16.6월 말	'16.12월 말	'17.12월 말	'18.7월 말
전문사모운용사 수	19	64	91	140	157

출처: 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.), 20

(단위: 억원)

표 6. 전문사모운용사 자산 및 손익현황('18.3월말 기준)

구분	자산	부채	자기자본	당기순이익
전문사모운용사 합계	11,533	1,339	10,193	511

출처: 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.), 2

(단위: 억원)

표 7. 한국형 헤지펀드 설정액

구분	'11년 말	'12년 말	'13년 말	'14년 말	'15년 말	'16년 말	'17년 말	'18년 말
설정액	2,369	10,645	18,335	24,944	33,945	66,560	123,699	239,578

출처: 김효혜, “두배로 커진 헤지펀드시장...PBS경쟁도 뜨겁다”, 매일경제 (2017. 1. 5.),
최은진, “헤지펀드, 올해도 두배 성장...증시부진에 수익률 빨간불”, 더벨 (2018. 12. 19.)

발표된 2018년 개편방향대로 자본시장법이 개정되면 후술하듯이 경영참여형과 전문투자형 사모집합투자기구의 구분이 없어지고 전문투자자의 저변이 넓어져 사모펀드 산업이 활성화될 것으로 예상된다. 시장 참여자가 많아질수록 경쟁이 치열해지고 수익성이 예전보다 낮아지면서 투자자를 상대로 사기적 행각을 벌이는 자가 나타날 위험도 커진다. 자산가라 하더라도 사기적 행각으로부터 보호받을 수 있어야 한다. 운용자가 합법적으로 신의성실을 다해 펀드를 운용해야 함은 투자자의 유형을 불문하고 당연하기 때문이다. 혹자는 이를 유람선에 비유하며 유람선에 수영선수나 타든 노약자가 타든 유람선 업자에게 유람선을 안전하게 운항해야 할 의무가 있다고 한다.⁴⁹⁾ 최근 대법원은 유사한 취지에서 전문투자자라는 이유만으로 자산운용회사의 투자자보호의무가 배제되지 않는다고 설시한 바 있다.⁵⁰⁾ 이 사건 원심은 “이 사건 펀드가 사모펀드이고 원고들이 기관투자자들이라 하더라도 판매회사가 투자 권유를 함에 있어 적합성원칙이나 설명의무가 완전히 면제된다고는 볼 수 없다”고 판시했고⁵¹⁾ 대법원은 이를 정당하다고 유지했다.⁵²⁾ 물론 투자자에 대한 사기적 행각은 형법상 사기죄 또는 자본시장법상 부정거래행위 등의 금지 조항으로 처벌할 수 있겠으나 이는 사후적인 조치로서 이미 피해를 입은 투자자들의 손해를 전보하기에는 부족하다. 그러므로 애당초 운용자가 사기적 행각을 벌일 수 없도록 사전에 방지하고 합법적으로 성실하게 사모펀드를 운용하도록 보장할 수 있는 충분한 법적 장치를 마련하는 것이 중요하다.

국내에서도 증시 조정장세를 맞아 최근 사모재간접공모펀드가 선풍적인 인기를 끌고 있다.⁵³⁾ 양호한 성과에 힘입어 2019. 1. 28. 기준 지난 1년간 설정액이 1,334억 원 증가하였다.⁵⁴⁾ 현행 자본시장법상 최소 1억 원

49) 박삼철, 앞의 논문, 73.

50) 대법원 2015. 3. 26. 선고 2014다 214588(본소) 2014다214595(반소) 판결.

51) 서울고등법원 2014. 5. 15. 선고 2013나2014420(본소), 2026614(반소) 판결.

52) 채동현, “금융투자상품의 판매와 책임의 법률관계”, BFL 제71호 (2015. 5.), 18-19.

53) 김제림, “급락장서도 곳곳...사모재간접펀드 인기몰이”, 매일경제 (2018. 10. 26.), 24.

54) 홍혜진, “사모재간접펀드 인기폭발, 1년새 설정액 1334억 늘어”, 매일경제 (2019. 1. 29.), A22.

이 있어야 경영참여형 또는 전문투자형 사모펀드에 투자할 수 있지만, 사모재간접공모펀드는 투자 최소 금액이 500만 원으로 상대적으로 작기 때문에 일반 대중 역시 투자하기 어렵지 않다. 비록 해당 펀드를 운용하는 펀드매니저의 전문적 지식과 판단이 개입되기는 하지만 간접적으로나마 헤지펀드의 위험한 투자에 노출되는 일반투자자의 자금이 증가하고 있는 것이다.

이에 대하여 사모재간접공모펀드의 투자가 실패한다면 이는 펀드매니저의 책임이지, 그 실패가 사모펀드를 규제할 근거가 될 수는 없다고 비판할 수도 있다. 이러한 비판은 사모펀드가 적법한 투자활동을 벌였으나 시장상황으로 인해 사모재간접공모펀드에 손실이 초래된 경우에 한하여 타당하다. 전문적 식견을 가진 펀드매니저라고 하더라도 사모펀드 운용자가 의도적으로 장부를 조작하고 자산을 허위로 평가하는 등 그릇된 정보를 제공하며 기망에 나선다면 속지 않으리라는 보장이 없다. 이 때 펀드매니저의 책임을 추궁한들 이는 사후적인 대책으로서 이미 일반투자자들이 대규모 손실을 본 후에는 소수의 펀드매니저가 투자자들의 피해 전부를 배상하는 데에 한계가 있고 펀드매니저에 대한 형사적 처벌이 그 배상에 도움이 되지도 않는다. 일반투자자의 피해가 극대화되면 정부가 구제에 나서야할 가능성도 있다는 점에서 도덕적 해이가 발생할 위험도 있다.⁵⁵⁾ 사모펀드의 사기적 행각을 사전에 예방하는 차원에서 사모펀드를 규제할 필요성이 있는 것이다.

국내에서도 연기금이 대체투자 비중을 점점 늘리고 있다. 국민연금금은 2018년 하반기 PEF 운용사인 IMM PE와 스틱인베스트먼트에 각 4,000억 원씩 출자하는 등 PEF를 자산 운용의 중요한 축으로 삼고 있다.⁵⁶⁾ 공무원연금의 2018년 8월말 기준 운용자산은 약 10조 3,000억 원 규모인데 대체 투자에 1조 2,000억 원을 투자하고 있고, 연말까지 전체 자산의 15% 이상까지 비중을 늘릴 계획이라고 한다.⁵⁷⁾ 여기에 타 공제회와 연

⁵⁵⁾ Harry McVea, 앞의 논문, 168.

⁵⁶⁾ 한지웅, “국민연금 8,000억 원 라지캡 PEF운용사, IMM·스틱 선정”, 인베스트조선 (2018.11.27.)

⁵⁷⁾ 강구귀, “공무원연금 글로벌 헤지펀드 국내 운용 위탁사에 한국투신”, 파이낸셜뉴스 (2018.10.16.)

기금도 PEF 투자를 점차 늘려 나가는 추세이다.⁵⁸⁾

결국 사모펀드 시장의 성장에 따른 운용자의 사기적 행각 발생 가능성 증대, 사모재간접공모펀드의 흥행, 연기금의 대체투자 비중 확대 등 앞서 살핀 해외의 논의에서와 유사한 요인으로 인해 국내 사모펀드 시장에서도 투자자 보호의 필요성이 인정된다고 봐야한다. 다만 투자자 보호가 너무 강조된 나머지 공모펀드와 사모펀드 시장의 경계를 모호하게 만들 정도가 되어서는 안 된다. 공모펀드의 엄격한 규제로부터 자유로운 투자 활동을 보장하는 것이 사모펀드를 특별히 취급하는 취지이자 원칙이므로 규제는 어디까지나 부작용 방지를 위한 예외라는 점을 유념해야 한다. 그러므로 투자자 보호를 위한 조치는 사모펀드 투자활동의 내용이나 방법에 대하여 직접 제한을 가하는 방식보다는 합법의 영역 안에서 활동할 수 있도록 절차적 장치를 마련하는 방식으로 구성되는 것이 바람직하다.

제3절 시스템 리스크 방지

I. 해외의 논의 - 미국과 EU를 중심으로

1. 시스템 리스크의 개념

시스템 리스크의 개념에 대해서, 간단히는 부실의 연쇄반응 내지 ‘도미노 효과’라고 정의하고,⁵⁹⁾ 경제 충격이나 어느 기관의 파산 등 방아쇠가 될 사건이 발생하면 연쇄적으로 대규모 손실, 연계된 타 기관의 부실, 전체 금융시장의 몰락 등 부정적 결과들이 발생하는 현상이라고 일컫기도 한다.⁶⁰⁾ 특정 시장 참가자에 대한 위험이 다른 참가자나 경제 부문 내지 경제 전반에 걸쳐 부정적인 충격을 주는 것이라 정의하는 의견도

⁵⁸⁾ 정희영, “넘치는 돈 PEF에 몰렸다...상반기에만 5조원 유입”, 매일경제 (2018. 9. 14.), 25.

⁵⁹⁾ Anne Riviere, The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach, 10 Rich. J. Global L. & Bus. 263 (2011), 265.

⁶⁰⁾ Bodellini, 앞의 논문, 437

있다.⁶¹⁾ 한 참가자에 국한되는 것이 아니라 경제 전반으로 퍼져 나가는 위험이라고 하여 이를 ‘거시건전성 위험(macro-prudential risk)’이라고 칭하기도 한다.⁶²⁾ 그리고 시스템 리스크로부터 전체로서의 금융 시스템의 안정을 보호하기 위한 접근 방법을 ‘거시건전성 접근(macroprudential approach)’이라고 부른다.⁶³⁾ 시스템 리스크의 논의는 사모펀드 중 주로 헤지펀드와 관련하여 이뤄진다. 후술하듯이 PEF는 그 투자행태의 특성상 시스템 리스크를 초래할 위험이 크지 않기 때문이다.

2. 헤지펀드와 시스템 리스크

헤지펀드가 시스템 리스크를 초래하는지, 2008년 금융위기에 과연 얼마나 기여했는지에 대하여 논쟁이 있다. 헤지펀드의 시스템 리스크 초래 가능성을 부정적으로 보는 입장에서는, LTCM의 붕괴 사태 이후로 이제 어느 헤지펀드도 그 정도로 높은 비율의 레버리지를 사용하지 않기 때문에 위 사건은 더 이상 규제의 근거가 될 수 없고, 헤지펀드가 시스템 리스크를 초래한다는 우려는 모두 가정적인 것으로서 이를 뒷받침하는 실증적 연구가 존재하지 않는다고 주장한다.⁶⁴⁾ 기관투자자를 유치하거나 프라임 브로커와 거래하는 과정에서 헤지펀드 운용사가 자발적으로 헤지펀드의 투명성을 제고하고 있음도 지적한다.⁶⁵⁾ 2008년 금융위기에 이르는 일련의 사건에서도 헤지펀드는 유의미한 기여를 한 바가 없고 금융위기 이후로 정부자금으로 어느 헤지펀드도 구제되지 않았다고 한다.⁶⁶⁾ 금융위기는 이미 엄격한 규제를 받던 투자은행의 잘못이었음에도 불구하고 이를 구실로 삼아 평소 미움을 받던 헤지펀드와 PEF 산업을 공격했다는

61) McDonald, 앞의 논문, 243.

62) Pavlos G. Maris, The New Architecture for Hedge Fund Regulation: An Assessment of the Recent US and EU Initiatives, 6 Law & Fin. Mkt. Rev. 208 (2012), 209; 이 논문에서는 다수의 필자들이 사용하는 용어인 ‘시스템 리스크’를 사용하기로 한다.

63) John Armour·Dan Awrey·Paul Davies·Luca Enriques·Jeffery N. Gordon·Colin Mayer·Jennifer Payne, Principles of Financial Regulation, Oxford (2016), 409.

64) Houman B. Shadab, The Challenge of Hedge Fund Regulation, 30 Regulation 36 (2007), 39.

65) 위의 논문, 41.

66) Armour et al., 앞의 책, 487; “The Wrong Targets”, The Economist (2010. 5. 20.).

주장도 있다.⁶⁷⁾ 이 입장에서 금융위기에 따른 헤지펀드 규제를 정치적 기회주의라고 비판하기도 한다.⁶⁸⁾

반면 이를 긍정하는 입장에서는, LTCM의 자본은 50억 달러 정도로서 큰 편은 아니었지만 1,200억 달러 상당의 레버리지를 사용한 결과 금융시스템의 안정을 위협했다는 점에서 레버리지의 과급력을 간과해서는 안 되고, 2006년 Amaranth, 2007년 Bear Stearns 헤지펀드의 몰락은 헤지펀드의 위험성을 증명한다고 주장한다.⁶⁹⁾ 헤지펀드가 2008년 금융위기에 기여하지는 않았다고 하더라도 이것이 곧바로 헤지펀드가 시스템 리스크를 초래할 위험이 없음을 의미하지는 않는다고 지적하기도 한다.⁷⁰⁾ 2008년 금융위기에 정확히 어떤 기여를 했는지 확인하기는 어렵지만, 부실한 MBS(Mortgage Backed Security)를 상대로 CDS(Credit Default Swap)를 이용하여 투기를 벌였고 위험한 CDO(Collateralized Debt Obligation)에 대거 투자하여 시스템 리스크 우려를 키웠고 금융시스템의 deleveraging 과정에 크게 참여하여 금융위기를 심화시켰다고 한다.⁷¹⁾ 헤지펀드의 투자실패가 시장에 미치는 영향은 그 크기, 레버리지 비율, 투자의 내용에 따라 달라진다. 운영자산이 상당한 규모이고 높은 비율의 레버리지를 사용하며 시장 상황에 따라 변동성이 큰 투자 포지션을 크게 잡고 있다면 그 실패가 시장에 미칠 영향이 충분히 클 수도 있다는 의미이다.⁷²⁾ 비록 큰 레버리지를 일으키지 않더라도 헤지펀드가 사용하는 복잡한 투자 기법들이 금융위기 상황에서 경기 하강 추세를 가속화할 위험도 존재한다.

3. 시스템 리스크의 발생 경로

헤지펀드의 활동이 시스템 리스크를 발생시키는 경로에 관하여 다수의 논의는 크게 신용 경로(credit channel)와 시장 경로(market channel) 두 가

67) “Payback Time”, The Economist (2009. 11. 19.).

68) Armour et al., 앞의 책, 487.

69) Bodellini, 앞의 논문, 438.

70) Armour et al., 앞의 책, 487.

71) Ashworth, 앞의 논문, 694.

72) Bodellini, 앞의 논문, 439.

지로 설명한다.⁷³⁾

신용 경로의 측면을 우선 살펴본다. 헤지펀드는 통상 대형 투자은행인 프라임 브로커로부터 환매조건부 채권매매(repo; repurchase agreement)의 형태로 자금을 대여받거나 프라임 브로커와 파생상품 등 다양한 계약 관계를 맺고 있다.⁷⁴⁾ 만약 대형 헤지펀드가 투자에 실패하여 자본을 모두 소진하고 채무상환에 실패하면 채권자인 프라임 브로커도 미회수 채권액 상당의 손실이 불가피하다.⁷⁵⁾ 헤지펀드가 높은 레버리지를 사용하여 손실액이 큰 경우에는 프라임 브로커의 존립이 위협을 받을 수도 있다. 대형 투자은행인 프라임 브로커가 위험에 빠진다면 금융시스템 및 일반 금융소비자에게 그대로 피해가 전이된다. 산업자본도 자기자본에 비해 과다한 규모의 차입을 일으키는 경우가 있고 금융부채로 인해 부실이 발생하여 회사가 도산에 이르기까지 한다. 그런데 전통적인 대출의 경우 일반적으로 각국은 한 은행이 동일인에게 대출해줄 수 있는 상한을 규제하기 때문에 산업자본이 다수 채권자로부터 많은 대출을 받아 높은 비율의 레버리지를 일으킨 상태에서 상환불능에 빠지더라도 단일 금융기관이 그로 인해 위기에 처할 확률이 작다. 그러나 헤지펀드는 산업자본과 달리 전통적 의미의 대출뿐만 아니라 파생상품을 개발·활용하는데, 파생상품은 소규모의 자기자본만을 투입해 시장에서 큰 포지션을 잡을 수 있게끔 한다.⁷⁶⁾ 전액 결제를 요하는 증권 거래 대신 마진 거래를 이용하며 공매도를 통해 레버리지를 일으킨다.⁷⁷⁾ 이때 프라임 브로커는 전통적 대출의 공급자임과 동시에 파생상품 거래의 상대방이고 헤지펀드에 마진 계좌를 개설해주며 공매도를 사용할 증권을 대여해주고 거래를 집행, 청산, 결제하는데,⁷⁸⁾ 이 과정에서 전통적 대출만 했을 때보다 큰 신용위험에 노

73) Maris, 앞의 논문, 209; McDonald, 앞의 논문, 244; Emily Kehoe, Hedge Fund Regulation for Systemic Risk: Largely Possible, 14 J. Bus. & Sec. L. 35 (2013), 56.

74) Armour et al., 앞의 책, 489.

75) Ordower, 앞의 논문, 315.

76) Maria Strömqvist, Hedge funds and their impact on systemic stability (Edited by Phoebus Athanassiou), Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments, Edward Elgar (2012), 313.

77) Cumming·Dai·Johan, 앞의 책, 9.

78) Cumming·Dai·Johan, 앞의 책, 4.

출되는 것이다.

Repo 등과 같이 대여액 상당의 담보를 받았다고 하더라도 프라임 브로커는 채권 회수를 위해 담보로 받은 자산을 매각해야 하고 이는 자산가격의 하락을 불러와 다른 시장 참여자들에게 피해를 입힌다.⁷⁹⁾ 최근 추세와 같이 헤지펀드가 다수의 프라임 브로커로부터 자금을 대여받는 경우⁸⁰⁾ 프라임 브로커들은 서로 담보로 받은 자산을 조금이나마 더 높은 가격에 처분하기 위해 경쟁적으로 매도하는 이른바 fire-sale에 나설 것이고 이는 자산가치의 폭락을 심화시킨다. 투자은행인 프라임 브로커의 손실이 알려지고 이에 따라 재무건전성이 의심받기 시작하면 경쟁적 자금인출, 소위 ‘run’이 발생할 위험도 있다.⁸¹⁾ 투자예치금은 예금보험의 대상의 아니기 때문에 겁을 먹은 개인투자자들이 경쟁적으로 자금 환수에 나설 수 있고, 기관 간 자금거래에 있어서도 할인율이 급등하는 등 신용경색이 나타날 수 있다.⁸²⁾

신용 경로가 헤지펀드의 투자 실패를 가정한 것이라면 시장 경로는 다른 원인으로 발생한 금융위기를 헤지펀드가 증폭시킬 위험을 말한다. 이 위험은 헤지펀드가 높은 레버리지를 사용하고 비유동적 자산에 투자할수록 증가한다.⁸³⁾ 경제 호황기에는 자산의 가격이 높고 담보의 가치도 높다. 높은 담보가치는 많은 대출을 가능케하고 유동성이 증가함에 따라 자산에 대한 수요가 늘어 자산의 가격이 더욱 증가하여 버블이 생긴다. 어떠한 계기로 이 버블이 터지면 담보가치가 하락하면서 문제가 생긴다. 담보가치의 하락으로 채권 금융기관이 더 많은 담보를 요구할 때, 유동자산이 없는 헤지펀드는 비유동적 자산의 매각에 나설 수밖에 없다. 이는 자산가치 하락을 촉진하여 담보가치가 더욱 떨어지는 악순환을 낳는다. 담보가 부족해진 금융기관은 대출을 환수하는 등의 조치에 나서고 신용이 경색된다. 레버리지를 사용해 투자한 헤지펀드가 이 과정에서 채무 상환을 위해 투자 포지션을 빠르게 정리하면서 경기 악화를 촉진한

79) Gibson, 앞의 논문, 705.

80) Global Custodian, 2015.6., 2015 Prime Brokerage Survey.

81) Armour et al., 앞의 책, 456.

82) 위의 책, 457.

83) 위의 책, 490.

다.⁸⁴⁾ 시장 경로의 시스템 리스크의 하나로서 헤지펀드가 많이 차용하는 공매도 전략이 위기 상황의 악화를 가속화한다는 지적도 있으나, 이에 대하여는 공매도는 가격 거품을 없애고 적절한 가격을 발견하는 효율적인 수단이라는 비판도 있다.⁸⁵⁾

II. 국내에서의 논의

1. 국내 헤지펀드 산업의 규모와 비중

헤지펀드가 시스템 리스크를 발생시킬 위험이 있다는 위의 논의가 국내에서도 유효하게 적용될 수 있을지 살펴본다. 국내에서도 차입규모가 큰 헤지펀드가 포지션을 일시에 청산하게 되면 대량매물이 쏟아지면서 금융시장의 안정성이 위험에 노출될 가능성이 높아진다는 우려가 있다.⁸⁶⁾ 헤지펀드가 금융시장의 안정성을 위험에 처하게 할 가능성이 있는지 여부를 판단함에 있어서는 헤지펀드 산업의 규모가 중요한 고려요소이다. 헤지펀드 산업의 규모를 가늠하는 척도로서 첫째로 국내총생산 대비 헤지펀드 운용자산 규모의 비율과, 둘째로 상업은행의 자기자본 대비 헤지펀드 운용자산 규모의 비율을 참고할 수 있다. 전자로는 국민경제에서 헤지펀드 산업이 차지하는 비중을 알 수 있고, 후자로는 상업은행이 금융산업의 근간을 이룬다는 점에서 부실 발생시 헤지펀드가 금융안정성에 미칠 영향의 정도를 가늠해볼 수 있다. 헤지펀드 규제에 관한 앞서 본 논의가 영미권에서 주로 이뤄지는 점에 비추어, 먼저 미국 금융시장에서의 위 각 비율을 계산한 후 우리나라의 것을 계산하여 비교하기로 한다. 그리하여 과연 헤지펀드의 위험성에 관한 경고가 우리나라에서도 동일하게 유효한지, 그것이 아니라면 국내 헤지펀드 규제는 어떤 관점으로 다가가야 하는지 검토한다. 해외의 논의 부분에서 언급했듯이 본 논문은 헤지펀드와 PEF를 아우르는 사모펀드에 관한 것이지만 장기적인

⁸⁴⁾ Maris, 앞의 논문, 209.

⁸⁵⁾ Bodellini, 앞의 논문, 441.

⁸⁶⁾ 정주호, “자본시장법상 헤지펀드 규제에 관한 법적 고찰”, 법학논총 33권 (2015.1.), 9.

비유동적 지분 투자를 하는 PEF는 헤지펀드에 비하여 금융시스템의 안정을 위협할 가능성이 작고 이는 국내 사모펀드 산업에서도 마찬가지이므로 비교분석의 범위를 헤지펀드 산업에 한정하기로 한다.

2016. 6. 30. 기준 미국 헤지펀드의 운용자산(AUM) 총액은 미화 2.2조 달러이다.⁸⁷⁾ 2017년 미국 국내총생산(GDP)은 약 미화 19조 4,854억 원 달러 규모이다.⁸⁸⁾ 위 국내총생산 대비 헤지펀드 운용자산 총액의 비율을 계산하면, 약 11.3%이다.

2018년 3분기말 기준 미국 상업은행의 총 자산은 미화 16조 4,800 억 달러이고, 자산 대비 자본의 비율은 11.32%이다.⁸⁹⁾ 계산하면 2018년 3분기말 기준 미국 상업은행 총 자산은 약 미화 1조 8,650억 달러이다. 위 상업은행 자본총계 대비 헤지펀드 운용자산 총액의 비율을 계산하면, 약 118%이다.

2018. 10. 29. 기준으로 국내 헤지펀드의 설정액은 약 23조 8천억 원이다.⁹⁰⁾⁹¹⁾ 2017년 대한민국 국내총생산(GDP)은 약 미화 1조 5,300억 달러 규모이다.⁹²⁾ 미화에 대한 환율을 달러당 1,100원으로 계산할 때, 이는 1,683조 원 가량이다. 국내총생산 대비 헤지펀드 설정액의 비율을 계산해

87) Preqin Special Report; Hedge Funds in the US, Preqin, <http://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-Hedge-Funds-in-the-US-October-2016.pdf>.

88) 한국은행 통계시스템

89) FDIC(미국연방예금보험공사) “Statistics at a glance(as of September 30, 2018)” <https://www.fdic.gov/bank/statistical/stats/2018sep/industry.pdf>.

90) 최은진, “미래에셋대우 PBS의 질주...2위 NH증권 ‘위협’”, 더벨 (2018. 10. 29.)

91) 2018.11.30. 기준 국내 사모펀드 시장은 순자산총액 기준 약 328조 원에 이른다(금융투자협회 자본시장통계, 금융위원회 2018년 개편방향 발표자료). 이때 사모펀드란 PEF를 제외하고 사모의 방식으로 자금을 모은 펀드로서, 2011년 도입된 적격투자자대상 사모펀드, 소위 ‘한국형 헤지펀드’ 외에 2015년 자본시장법 개정 이전에 존재하던 소위 ‘일반사모펀드’에 해당하는 모든 자금의 집합을 포함하는 개념이다. 본문의 약 23조 8천억 원은 현행 전문투자형 사모펀드 중에서 2011년 자본시장법 시행령 개정으로 본격 도입된, 룡쫂전략을 구사하는 ‘한국형 헤지펀드’에 해당하는 내용의 투자를 하는 펀드의 규모를 의미한다(금융투자협회 자산운용서비스본부 사모펀드지원팀 통화결과). 본문에서 320조 원이 아닌 23조 8천억 원이라는 수치를 사용한 이유는 시스템 리스크에 관한 논의가 룡쫂전략을 구사하고 레버리지를 활용하는 전통적 의미의 헤지펀드와 관련된 것인데, 2015년 개정 이전 일반사모펀드는 레버리지 사용이 금지되어 있었고 단순히 49인 이하로부터 자금을 모았다고 하여 그러한 펀드가 시스템 리스크에 기여한다고 보기는 어렵기 때문이다.

92) 한국은행 통계시스템

보면 약 1.41%이다.

2018. 3.말 기준 국내 일반은행의 자본총액은 약 116조 원이다.⁹³⁾ 위 자본총계 대비 헤지펀드 설정액의 비율은 약 20.5%이다.

국내총생산 대비 헤지펀드 운용자산 총액의 비율을 비교했을 때, 미국의 11.3%에 비하여 우리나라의 1.41%는 1/10을 조금 넘는 수준에 불과하다. 상업은행 자본총액 대비 헤지펀드 운용자산의 비율도 미국은 118%임에 비해 우리나라는 20.5%로서 1/6 수준이다. 즉 아직 우리나라에서는 미국에 비하여 헤지펀드가 금융산업, 나아가 경제 전체에서 차지하는 비중이 크지 않음을 알 수 있다.

신용 경로 측면의 시스템 리스크가 프라임 브로커를 매개로 전파된다는 점을 고려할 때, 프라임 브로커가 헤지펀드의 부실에서 초래되는 충격을 흡수할 능력이 되는지가 헤지펀드의 금융시스템에 대한 위협의 정도를 측정하는 하나의 척도가 될 수 있을 것이다. 이는 프라임 브로커의 자기자본 대비 헤지펀드 설정액의 비율로 대략적으로 파악할 수 있다. 현재 우리나라에서 프라임브로커리지 서비스를 제공하는 사업자는 삼성증권, NH투자증권, 한국투자증권, 미래에셋대우, KB증권, 신한금융투자 6곳이다. 2018년 3분기 기준 삼성증권의 자기자본은 4조 6,431억 원, NH투자증권의 자기자본은 5조 180억 원, 미래에셋대우의 자기자본은 8조 2,688억 원, 한국투자증권의 자기자본은 4조 5,456억 원, 신한금융투자는 3조 3,429억 원, KB증권의 자기자본은 4조 3,954억 원이다.⁹⁴⁾ 이들 프라임 브로커의 자기자본을 모두 합하면 30조 2,138억 원이다. 프라임 브로커의 자본합계 대비 헤지펀드 설정액의 비율은 약 79%이다. 물론 헤지펀드 설정액 전체가 프라임 브로커로부터 차입한 금액일수는 없고 그 중 많은 액수가 투자자의 투자금일 것이나, 헤지펀드 설정액 전체 중 차입액의 비율을 알기 어려운 상황에서 차입액의 비율이 매우 높은 경우를 가정하면 79%에 가까운 프라임 브로커의 자기자본이 헤지펀드의 부실로 인한 위험에 노출되어 있다는 의미이다.

⁹³⁾ 한국은행 통계시스템

⁹⁴⁾ 금융감독원 전자공시시스템

2. 시스템 리스크 방지 논의의 필요성

살펴듯이 아직 우리나라의 헤지펀드 산업의 규모는 미국에 비해서 절대적인 크기 및 금융산업 내지 경제에서 차지하는 비중 모두 작은 편이다. 역사적으로 법이 정한 내용과 방식의 금융업만이 허용되어 온 결과 시장에서 사모펀드라는 개념이 발생할 수 없었고, 21세기 들어 경각심을 가지고 사모펀드에 대해 규제를 완화했다고 하지만 헤지펀드가 도입된 지는 10년도 안 되는 짧은 역사를 가지고 있기 때문이라고 풀이된다.

그런데 현재 그 비중이 작다고 하여 시스템 리스크가 발생할 가능성이 작으니 시스템 리스크 방지를 위한 규제 논의가 유효하지 않다고 하는 것은 근시안적인 판단이다. 최근 정부는 사모펀드 제도 개편방향을 발표하며 사모펀드 산업 육성에 대한 강한 의지를 보여주었다. 앞서 봤듯이 2018년에 들어 주가 수익률이 마이너스로 돌아서고 금리 인상으로 채권 수익률이 하락하는 상황에서 연기금이 헤지펀드 투자를 늘리고 있다.⁹⁵⁾ 정부의 강력한 육성 의지와 헤지펀드 업계의 큰 손인 연기금의 투자 증대에 힘입어 국내의 헤지펀드 시장은 빠르게 성장할 것이라고 합리적으로 예상할 수 있다. 시장이 커질수록 앞서 계산한 비율도 커질 것이고 이는 향후에는 헤지펀드가 금융시스템 및 경제에 작지 않은 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 더욱이 비록 헤지펀드가 2008년 금융위기에 기여했는지 여부에 대한 실증적인 증거가 부족하다고 하더라도, 다수의 논자들이 헤지펀드의 시스템 리스크 초래 위험성을 긍정하고 있는 상황에서 그러한 위험의 가능성이 조금이라도 있다면 위험이 현실화되기 전에 미리 대비해야 하는 것이 합리적이다. 결국 국내에서도 시스템 리스크 방지를 위한 사모펀드 규제의 논의가 충분히 필요하다 판단된다.

제4절 국내 특유의 논의

⁹⁵⁾ 홍경표, “연기금, 헤지펀드 투자 잇따라...시장 변동성 대응”, 연합뉴스포맷스 (2018. 8. 23.)

I. 대기업집단과 사모펀드

사모펀드 규제에 관한 국내의 논의는 소위 ‘재벌규제’와도 맞물려 있다. 재벌 즉 대기업집단⁹⁶⁾의 사모펀드 이용은 주로 PEF가 관련되는데, 여기에는 크게 두 가지 우려점이 있다. 첫째는 대기업집단의 계열회사가 PEF의 업무집행사원으로서 외부의 자금을 동원하여 문어발식 확장에 나설 수 있다는 것이고, 둘째는 PEF의 유한책임사원으로 참여함으로써 대기업집단에 대한 규제를 잠탈할 수 있다는 것이다.

첫째 우려는 대기업집단이 소수의 자기자본만을 가지고 연기금 등 기관투자자로부터 PEF에 출자받아 그 자금으로 계열회사를 늘려 대기업집단을 확장할 수 있다는 것이다. 기존 계열회사의 지분을 취득하여 지배력의 확장을 도모하는 수단으로 PEF가 이용될 수도 있다. 기관투자자로서는 투자에 대한 수익이 돌아오는 이상 그 운용자가 독립된 자산운용사든 대기업집단의 계열회사든 상관없을 것이다. 대기업집단의 PEF를 통한 확장이 문제가 되는 것은 PEF를 통해 외부의 자금까지 끌어들여 자기자본만으로는 이룰 수 없을 정도와 규모의 확장을 할 수 있기 때문이다. 이는 그 바탕에 대기업집단의 확장이 바람직하지 않다는 전제를 깔고 있는바, 이 전제의 옳고 그름에 대한 논의가 선행되어야 한다. 이에 대하여 재벌 중심의 경제구조가 혁신적 중소기업이 탄생하여 성장·발전하기 어려운 토양을 가져오고 전후방 시장으로 계열화를 촉진하거나 인접시장에 있는 중소기업을 하청화함으로써 관련 산업 전반에 걸쳐서 사실상의 지배·종속관계가 형성된다는 우려가 있다.⁹⁷⁾ 나아가 견제받지 않는 권력은 정치권력이든 경제권력이든 필연적으로 자유민주주의와 경제민주주의를 위태롭게 한다고 한다.⁹⁸⁾ 기업집단의 부정적 측면으로 시장기능의 왜곡, 비관련 다각화에 따른 경쟁력 저하, 정경유착의 심화, 비능률과 정치·사회적인 민주화 저해를 지적하기도 한다.⁹⁹⁾ 해외에서도 경제력이 지나치

⁹⁶⁾ 본 논문에서는 ‘대기업집단’을 ‘상호출자제한기업집단’과 같은 의미로 혼용해서 사용하기로 한다.

⁹⁷⁾ 이봉의, “한국형 시장경제의 심화와 경제법의 역할”, 서울대학교 법학 제58권 제1호 (2017. 3.), 113.

⁹⁸⁾ 위의 논문, 125.

게 집중되면 지나친 정치적 힘으로 발현되고 결국 견제와 균형이라는 헌법적 가치에 대한 사적 영역의 도전으로 비화된다고 한다.¹⁰⁰⁾ 규모의 경제가 일정 단계가 지나면 규모의 비경제로 바뀌는 등 경제적 비효율성이 발생할 뿐만 아니라,¹⁰¹⁾ 노동자에 대한 압도적으로 우월한 협상력으로 인해 노동자의 처우가 열악해지고 새로운 경쟁자를 막기 위한 진입장벽 건설에 힘써 신규 진입으로 인한 경쟁이 차단된다고 주장한다.¹⁰²⁾ 경제력 집중 내지 일반집중에 대한 보다 심도있는 논의는 본 논문의 주제를 벗어나므로 여기서 자세히 다루지는 않기로 한다. 다만 국내외 학자의 의견과 대기업 규제와 관련된 국내법제의 입법취지 등을 고려할 때 대기업집단의 문어발식 확장에 따른 경제력 집중에 대한 규제의 필요성을 부정하기 어렵다고 판단된다.

반면 PEF는 어디까지나 한시적인 투자의 도구로서 청산이 예정되어 있고 자본시장법상 대기업집단의 계열회사인 PEF는 다른 회사를 계열회사로 편입한 후 5년 이내에 그 지분을 처분해야 하므로 대기업집단의 문어발식 확장 우려는 과장된 것이라는 비판도 예상할 수 있다. 그러나 한시적 기간 내에도 대기업집단이 투자대상기업을 지배하여 중요 기술을 취득할 수 있고, 대기업집단의 사업에 적합하게 경영하여 PEF 청산시 투자대상기업을 인수할 수 있는 등 PEF가 지배력 확장에 충분히 공여할 수 있다.

둘째 우려는 대기업집단의 계열회사가 PEF에 유한책임사원으로 참여하여 PEF로 정체를 위장하고 대기업집단에 대한 각종 규제를 잠탈할 수 있다는 것이다. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 ‘공정거래법’이라 한다)은 대기업집단과 관련한 다양한 행위규제를 담고 있다. 상호출자제한기업집단에 속하는 회사가 자기의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사의 주식을 취득 또는 소유하는 것을 금지하고 있으며(상호출자의 금지, 공정거래법 제9조 참조), 상호출자제한기업집단 소속 3개 이

99) 권오승·서정, 독점규제법 이론과 실무(제3판), 법문사 (2018), 489-490.

100) Tim Wu, The Curse of Bigness, Columbia Global Reports (2018), 55.

101) 위의 책, 68-71.

102) 위의 책, 72.

상의 계열회사가 연쇄적으로 주식을 취득하여 순환적인 지배구조를 형성하는 것을 금지하고 있다(순환출자의 금지, 공정거래법 제9조의2 참조). 상호출자 내지 순환출자가 이뤄지면 실질적 출자없이 가공의 자본으로써 지배구조를 공고히 할 수 있는 등 악용의 여지가 많고 또 특정 기업이 부실해질 경우 연쇄적으로 도산이 발생할 위험도 있기 때문에 공정거래법은 이를 금지하고 있다. 상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다(공정거래법 제11조). 금융·보험회사의 자산은 주로 고객예탁금이나 보험계약자의 보험료로 구성되는데 이를 이용하여 계열회사의 주식을 취득 또는 소유할 경우 재무건전성과 수익성에 악영향을 미치고, 대기업집단에 의한 금융기관의 사금고화로 심각한 경제력집중 및 불공정한 경쟁의 폐해를 야기할 수 있다. 동규정은 이러한 폐해를 방지하기 위한 것이다.¹⁰³⁾

업무집행사원으로 PEF에 참여할 경우 대기업집단이 PEF를 지배한다는 금융당국의 판단이 비교적 용이한 반면,¹⁰⁴⁾ 유한책임사원은 원칙적으로 투자금만을 출자할 뿐 PEF의 업무에 관여하지 않으므로 유한책임사원으로 참여할 경우 PEF를 대기업집단 계열회사로 파악하여 규제하기 용이하지 않다는 점을 이용하는 것이다. 즉 형식상으로만 유한책임사원으로 참여하고 실질적으로는 PEF 운영에 관여하며 업무집행사원으로 행동한다. PEF는 기본적으로 다른 회사의 의결권 있는 지분증권에 투자하여 의결권 행사를 통해 이사를 선임하고 경영에 참여함으로써 기업가치를 제고하여 재매각 또는 상장을 통해 수익을 내는 것을 목적으로 한다. 그 과정에서 다른 회사의 지분증권 취득 및 의결권 행사가 필수적으로 허용되어야 하는데, 이를 기화로 공정거래법의 상호출자, 순환출자 금지 및

¹⁰³⁾ 유주선, “자본시장법상 사모펀드제도에 대한 최근 입법적 동향”, 증권법연구 제17권 제3호(2016. 12.), 123.

¹⁰⁴⁾ 공정거래위원회 기업결합과, “기업결합신고 가이드북” (2018), 112 (설립된 PEF는 무한책임사원의 업무 집행 및 책임 하에 운영되므로 일반적으로 무한책임사원(GP)의 계열사로 판단함. 다만, 지분참여자들 간의 별도의 규정에 따라 PEF를 무한책임사원 외 특정 회사의 계열사로 지정한다면, 그 규정에 따라 PEF의 계열 여부를 판단하여야 함).

의결권 제한규정을 잠탈하기 위한 수단으로 사용될 가능성을 배제할 수 없다.¹⁰⁵⁾

우리나라에 특징적인 대기업집단 중심의 경제 구조에서 대기업집단에 대한 과도한 경제력의 집중과 그 남용은 건강한 국민경제 형성을 위해 방지할 필요가 있다. 공정거래법은 이를 위한 조치로서 앞서 본 다양한 규제를 두고 있는데 만약 PEF가 대기업집단이 그러한 규제를 회피하고 경제력을 집중시키는 수단으로 이용된다면 이를 저지하기 위한 규제의 필요성이 인정된다. 결국 대기업집단 규제 역시 국내 사모펀드 규제의 합당한 목적이라고 봐야 한다.

II. 외국자본 먹튀에 대한 시각

사모펀드는 종종 ‘먹튀자본’이라는 오명으로 언론을 장식한다. 이러한 ‘먹튀자본’의 인식을 대중에게 인식시킨 대표적인 사건이 미국계 사모펀드 론스타의 외환은행 인수사건이다. 2003년 론스타는 1조 3,800억 원에 외환은행을 인수하였다. 그리고 수차례의 매각 협상과 불발 끝에 2012년 하나금융지주에 3조 9,156억 원이라는 가격으로 외환은행을 매각하였다. 그리고 같은 해 11월 론스타는 대한민국정부의 부당한 매각승인 지연과 불합리한 이중과세로 5조 2,620억 원에 달하는 손해를 입었다며 대한민국정부를 국제중재재판소(ICSID)에 제소하였고,¹⁰⁶⁾ 이는 소위 ‘론스타 먹튀논란’을 촉발했다. 어마어마한 수익을 거두고도 세금을 내지 않으려 한다는 비판을 받은 것이다.

그러나 외국계 사모펀드의 투기적 행태를 근절해야 한다는 것이 국내 사모펀드 규제 강화의 근거가 되기는 어렵다. 외국계 사모펀드가 국내 회사에 투자할 때 사용하는 페이퍼컴퍼니는 주로 해외에 설립된다. 론스타 사건에서도 외환은행의 인수주체인 LSF-KEB Holdings SCA는 벨기에

¹⁰⁵⁾ 법무법인 지평 PEF 실무연구회, PEF(경영참여형 사모펀드)의 이해, 박영사 (2017), 129.

¹⁰⁶⁾ 김성룡·오현석, “론스타의 투자조약중재 제기 쟁점과 한국 정부의 전략적 대응방안”, 중재연구 제27권 제4호 (2017.12.), 137.

에 설립된 론스타의 자회사였다. 자본시장법상 사모펀드에 관한 제 규정은 국내에 설립되는 사모펀드에 대하여 적용된다는 점에서 위와 같이 외국에서 설립되어 국내에 투자하는 사모펀드에 대하여는 자본시장법이 적용되기 어렵다. 국내에서 설립되는 사모펀드에 대한 규제를 아무리 강화한다고 하더라도 먹튀 논란을 일으키는 주체인 외국 자본에 대해서는 애당초 이를 적용할 수 없는 것이다. 즉 외국자본의 먹튀를 막기 위해 규제를 강화해야 한다는 주장은 문제의 원인을 잘못 파악한 주장이다.

금융이 세계화되고 세계 여러 나라와 투자협정이 체결된 현실에서 외국계 자본이 국내 기업에 투자하는 것을 차단하기는 불가능하다. 그러므로 외국계 투기자본에 대한 대처는 오히려 이에 대항할 수 있는 국내의 사모펀드를 육성하는 방향으로 나아가야 한다. 이를 위해서는 사모펀드 규제의 기준을 확실히 정립하고 이를 중심으로 자본시장법상 규제를 개선해 나갈 필요가 있다.

제5절 소결

이처럼 해외에서는 물론 국내에서도 사모펀드의 투자자를 보호할 필요가 있고, 사모펀드에 의한 시스템 리스크의 발생·확대를 방지해야 한다. 나아가 사모펀드 제도가 대기업집단에 의하여 세력 확장 및 규제 잠탈을 위한 도구로 이용되지 않도록 적절한 규제가 필요하다. 다만 외국계 사모펀드의 먹튀를 방지한다는 것은 규제의 근거가 될 수 없다.

제4장 사모펀드 규제의 방법론

제1절 개관

앞서는 투자자 보호, 시스템 리스크 방지, 대기업집단에 의한 세력 확장 및 규제 잠탈의 도구로서 이용 방지가 사모펀드 규제를 정당화하는 규제의 목적임을 살펴보았다. 이하에서는 그러한 목적을 달성하기 위해서는 어떠한 방법의 규제를 해야 하는지 살펴본다. 사모펀드 규제의 방법으로는 크게 세 가지가 논의된다. 첫째 프라임 브로커를 규제하여 그에 따른 시장 원리를 통해 사모펀드를 간접적으로 규제하면 된다는 입장, 둘째 사모펀드를 금융당국에 등록하게 하고 각종 보고의무를 부과하는 등 정보 수집 위주의 규제, 셋째 사모펀드를 금융당국에 등록하게 하고 사모펀드의 영업행위에 대하여 직접 제한을 가하는 직접 규제가 있다. 미국은 이 중 둘째 방법을, EU는 셋째 방법을 택하고 있는바, 각 방법의 내용을 살펴본 후 현행 자본시장법은 어떠한 규제의 방법을 택하고 있는지 검토한다. 비교법적 분석을 통해 현행법이 잘 규정하고 있는 것은 무엇이고 개선이 필요한 부분이 무엇인지 알 수 있을 것이다. 여기에 추가적으로 최근 금융당국이 발표한 사모펀드 제도 개편방향의 내용을 검토하여 현행법의 문제점이 적절히 다뤄지고 있는지, 개편방향의 한계점은 무엇인지 검토한다. 규제의 목적의 범위와 관련하여, 대기업집단의 문제는 재벌 중심의 경제구조를 가진 우리나라에 특유한 논의이므로 제3절에서 국내 법제를 논의할 때 별도로 다루고 제2절의 규제의 유형에서는 투자자 보호와 시스템 리스크 방지 위주로 논의를 전개하기로 한다.

제2절 규제의 유형

I. 직접 규제와 간접 규제의 논의

헤지펀드에 대한 규제 방법으로서, 헤지펀드의 활동을 직접 규제해야 한다는 입장과 이에 반대하여 헤지펀드의 거래상대방에 대한 규제를 통해 헤지펀드를 간접적으로 규제해야 한다는 입장이 대립한다.

1. 직접 규제의 입장

헤지펀드를 직접 규제해야 한다고 주장하는 입장에서는 헤지펀드의 과도한 레버리지 사용이 시스템 리스크를 발생·심화시키는 주된 이유인만큼 헤지펀드의 레버리지를 직접 규제하는 것이 필요하다고 한다.¹⁰⁷⁾ 헤지펀드를 등록하게 하여 정보를 제공받는다고 해도 금융당국의 감독에 도움이 될 지언정 투자자 보호로 직접 연결되기 어렵다고 한다. 직접 규제의 입장에서, 운용자는 각 펀드의 투자 전략을 고려하여 펀드마다 사용할 레버리지의 상한을 스스로 정하고 이를 준수해야 한다는 주장이 있다.¹⁰⁸⁾ 레버리지 상한을 법이 직접 제한하는 방식은 의도치 않은 부작용을 초래하므로 피해야 한다고 지적한다. 레버리지에 대한 직접 규제를 반대하는 입장에서는, 레버리지 상한을 직접 제한하면 시장에 유동성이 줄어들고 비효율적 가격을 교정하는 기능이 저해되어 가격 왜곡이 시정되기 어려워진다는 부작용을 주된 논거로 제시하는데, 이에 대한 합리적인 타협점으로서 헤지펀드 스스로 한도를 정하게 하는 방식을 제시하는 것이다. 만약 스스로 정한 상한을 준수하지 않고 이를 초과한 레버리지를 사용하여 시스템 리스크를 발생시키면 금융당국이 운용자를 제재할 수 있는 방안도 마련되어야 한다. 운용자가 상한을 정할 때에는 투자시장, 투자수단, 투자전략에 따라 합리적인 결정을 하는 것이 중요하다. 투기성 파생상품에 대한 대규모 투자, 소수 종목에 대한 집중 투자, 공격적인 공매도 전략 등 위험한 전략을 활용하는 펀드에 대하여는 주주행동주의와 같은 덜 위험한 전략을 사용하는 펀드보다 낮은 상한을 정해야 할 것이다.¹⁰⁹⁾ AIFMD는 이와 같은 입장에서 운용자가 스스로 레버리지 상

¹⁰⁷⁾ Bodellini, 앞의 논문, 458.

¹⁰⁸⁾ Bodellini, 앞의 논문, 460.

¹⁰⁹⁾ Bodellini, 앞의 논문, 461.

한을 정하고 이를 준수하는 것을 원칙으로 하고 시스템 리스크 방지를 위해 필요하다고 판단하는 경우에는 당국이 개입할 권한을 부여하는 방식으로 규제한다.

2. 간접 규제의 입장

프라임 브로커를 통한 간접 규제를 지지하는 입장에서는, 헤지펀드는 직접 규제를 피해 이전할 수 있고, 레버리지 제한에도 한계가 있으며, 시스템 리스크에 헤지펀드가 기여하는 바가 크지 않고 오히려 직접 규제는 동조화를 통해 시스템 리스크를 악화시킨다고 한다.

헤지펀드를 직접 규제해봤자 오늘날과 같은 글로벌 금융 시장에서 지역 간의 규제 차이만 양산할 뿐이고 헤지펀드는 규제가 덜한 곳으로 이전하면 그만이라고 지적한다.¹¹⁰⁾ 헤지펀드가 이전하면 거래로부터 징수할 수 있는 세수가 줄어들고 일자리가 감소한다. 이 지적은 헤지펀드가 규제를 따를 충분한 유인이 없다는 점에 주목한 것이다. 어느 합리적인 사람처럼 금융시장의 참여자들은 금융규제를 따름으로 발생하는 편익과 비용을 계산해서 따를지 여부를 결정하고 이는 헤지펀드의 운용자들도 마찬가지이다. 금융규제를 따름으로써 발생하는 편익 중 하나로 명성 효과(reputational effect)라는 것이 있다.¹¹¹⁾ 명성 효과란 규제를 준수함으로써 대중에 대하여 안전한 금융기관이라는 신호를 보내는 것을 말하는데, 이 효과의 크기는 고객의 전문성에 반비례한다. 금융에 대한 전문적 지식이 적은 대중을 상대로 하는 은행, 공모펀드, 보험사 등은 규제를 준수하여 얻을 수 있는 명성 효과가 큰 반면, 전문투자자를 상대로 하는 헤지펀드는 그 크기가 상대적으로 작다.¹¹²⁾ 더욱이 은행 등 기관에 비하여 헤지펀드는 그 수명이 상대적으로 짧은 편이기 때문에 대중에 대한 명성

¹¹⁰⁾ Hossein Nabilou, Regulatory Arbitrage and Hedge Fund Regulation: The Need for a Transnational Response, 22 Fordham J. Corp. & Fin. L. 557 (2017), 601; Gibson, 앞의 논문, 706.

¹¹¹⁾ Hossein Nabilou·Alessio M. Paccas, The Hedge Fund Regulation Dilemma: Direct vs. Indirect Regulation, 6 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 183 (2015), 194.

¹¹²⁾ Nabilou, 앞의 논문, 588.

의 중요성도 상대적으로 낮다고 한다.¹¹³⁾ 결국 헤지펀드는 규제를 따름에서 오는 편익보다 규제 준수 비용이 더 크기 때문에 직접 규제할 경우 그러한 규제가 없는 곳으로 이전해 버린다는 설명이다.¹¹⁴⁾

헤지펀드의 레버리지를 직접 규제하는 방법에 대한 또 다른 비판으로, 레버리지 비율을 계산하는 자체가 어렵고, 레버리지의 상한은 경기 하강을 심화하는 결과를 낳을 수 있으며, 창의적 투자를 위축시킨다는 지적이 있다.¹¹⁵⁾ 오늘날의 금융시장은 지속적 혁신을 통한 복잡성과 만성적인 정보 비대칭을 그 특성으로 하고 그 발전의 속도는 규제당국이 따라오기 어려운 정도이다.¹¹⁶⁾ 규제의 특성상 어떠한 현상에 대한 개념 정의가 선결되어야 하는데 개념이라는 틀이 정해지는 순간 경제적 실질은 같되 법적 구성이 달라 규제의 범위를 벗어나는 금융상품이 설계될 수 있다.¹¹⁷⁾ 이러한 규제 회피는 규제 대상에 대한 명확한 법적 정의를 요하는 이상 어느 법제 하에서든 마찬가지로 발생한다.¹¹⁸⁾ 레버리지를 직접 규제하기 위해서는 레버리지를 정의해야 하는데 다양하고 복잡한 금융기술과 수단을 통해 정의를 우회하고 레버리지 비율을 숨길 수 있기 때문에 헤지펀드가 이를 은폐하려 들 경우 금융당국이 정확히 계산하여 파악하기 어렵다는 것이다. 또 경제 위기가 발생하고 위기의 크기를 최소화하기 위해 금융당국이 레버리지 상한을 내리는 상황이 발생할 경우 상한에 인접한 정도의 레버리지를 사용하던 헤지펀드들은 투자를 정리해야 하고 이 과정에서 위기가 오히려 심화될 수 있다고 한다. 마지막으로 레버리지 제한은 헤지펀드의 창의적인 투자와 혁신을 둔화하고 공모펀드 등 기존의 투자수단에 대비한 우월성을 상쇄한다고 지적한다.

같은 입장에서 과도한 레버리지의 사용이 시스템 리스크를 발생시킬 가능성이 있는 것은 맞지만 문제는 헤지펀드가 아니라는 지적이 있다.¹¹⁹⁾ 현재에는 과거의 LTCM만한 규모의 헤지펀드가 매우 드물고 금융

¹¹³⁾ Nabilou, 앞의 논문, 588.

¹¹⁴⁾ Nabilou, 앞의 논문, 587.

¹¹⁵⁾ Maris, 앞의 논문, 213.

¹¹⁶⁾ Spangler, 앞의 책, 374.

¹¹⁷⁾ Nabilou-Paccès, 앞의 논문, 195.

¹¹⁸⁾ Spangler, 앞의 책, 374.

산업 전체에서 헤지펀드가 차지하는 비중이 작다고 한다. 2008년 금융위기는 헤지펀드뿐 아니라 글로벌 은행을 비롯한 여러 금융부문의 과도한 레버리지 사용이 원인으로 작용했는데 그 중 헤지펀드의 비중이 작았다는 것이다.

금융위기 이후 헤지펀드 규제에 대한 목소리가 커지면서 국제적으로 규제의 동조화 현상이 일어나는데, 직접 규제의 동조화가 오히려 시스템 리스크를 악화시킨다고도 한다.¹²⁰⁾ 세계적으로 유사한 규제는 각국의 금융기관으로 하여금 유사한 영업전략을 구사하게 하는데, 다양성이 사라진 상태에서 규제의 오류가 발생할 경우 그 효과가 증폭되어 시스템 리스크로 발전한다는 것이다.¹²¹⁾

결국 헤지펀드를 규제하는 가장 좋은 방법은 프라임 브로커 등 대형 금융기관에 대한 규제를 통해서라고 한다.¹²²⁾ 금융위기를 예방하려면 헤지펀드라는 세부 분야에 집착해서는 안 되고 신용의 1차 공급처인 대형 금융기관을 통해 이뤄지는 전 금융산업의 레버리지를 조절해야 한다고 한다.¹²³⁾ 규제 준수의 편익과 비용을 비교해봐도, 은행이나 프라임 브로커 등 대형 금융기관은 이미 상당한 규제를 준수하고 있기 때문에 새로운 규제에 따른 추가적인 비용이 거의 들지 않는 반면 규제를 준수함으로써 얻을 수 있는 명성 효과라는 편익은 크기 때문에 규제를 준수할 유인이 크다.¹²⁴⁾ 나아가 헤지펀드라고 하여 모두 레버리지를 활용하는 것은 아니고 레버리지를 활용하는 금융기관이 모두 헤지펀드인 것도 아니므로 시스템 리스크의 직접적 원인인 레버리지를 규제하기 위해서는 그 공급자인 프라임 브로커를 규제해야 한다고 주장한다.¹²⁵⁾ 프라임 브로커에 대한 자본 적정성 규제 등을 통해 프라임 브로커의 신용 위험과 헤지펀드의 레버리지 이용을 동시에 규제할 수 있다.¹²⁶⁾

119) Robert J. Bianchi·Michael E. Drew, Hedge Fund Regulation and Systemic Risk, 19 Griffith L. Rev. 6 (2010), 16.

120) Nabilou, 앞의 논문, 583.

121) Nabilou, 앞의 논문, 584.

122) Bianchi·Drew, 앞의 논문, 23 Armour et al., 앞의 책, 489.

123) Bianchi·Drew, 앞의 논문, 25.

124) Nabilou, 앞의 논문, 602.

125) Armour et al., 앞의 책, 489.

그러나 간접 규제 방식에 대하여, 헤지펀드가 레버리지의 제한을 받지 않는 해외의 프라임 브로커를 이용하는 방법으로 규제를 피해갈 수 있다는 비판이 있다.¹²⁷⁾ 이에 대한 대안으로 바젤Ⅲ을 통해서 은행 등 대형 금융기관의 헤지펀드에 대한 노출을 규제하자는 제안이 있다.¹²⁸⁾ 대형 금융기관의 자본 요건 중 하나로서 헤지펀드에 대한 노출과 그로 인한 위험의 한계를 설정하는 방법이다. 전 세계적으로 통일적인 규율을 통해 대형 금융기관의 자본 요건 및 헤지펀드에 대한 노출을 제한하자는 것이다.

II. 등록과 정보 수집 위주 규제 – 미국의 경우

1. 개관

미국의 사모펀드 산업은 금융업의 발달과 함께 시장에서 자연스럽게 탄생하여 발전하였는데, 앞서 본 일련의 사건을 계기로 당국이 투자자 보호 및 시스템 리스크 방지라는 명목으로 규제를 가하기 시작하였다. 특별법에 근거하여 설립된 사모펀드를 제외하고 국내의 사모펀드에 관한 법적 규율이 자본시장법으로 일원화되어 있는 것에 비하여 미국은 여러 법률이 사모펀드를 기능적 측면에서 각 규율하고 있다. 크게 4가지 법이 사모펀드에 대하여 규정하는데, 1933년 증권법, 1934년 증권거래소법, 1940년 투자회사법, 1940년 투자자문업자법이 있다.

종래 사모펀드는 각 법의 예외조항을 활용하여 사실상 금융당국의 감독으로부터 자유롭게 활동할 수 있었다. 그런데 2008년 금융위기로 인해 사모펀드의 제약 없는 활동이 시스템 리스크를 증폭시킨다는 문제의식이 대두되었고 이로 인해 사모펀드를 제도권으로 편입시키려는 노력이 있었다. 그 결과로서 통과된 도드프랭크법은 1940년 투자자문업자법의 사모

¹²⁶⁾ Spangler, 앞의 책, 371.

¹²⁷⁾ Bodellini, 앞의 논문, 462.

¹²⁸⁾ Wulf A. Kaal, Hedge Fund Regulation via Basel III, 44 Vand. J. Transnat'l L. 389 (2011), 456.

펀드 관련 규정을 대폭 개정하여 사모펀드를 새로운 감독 하에 놓이게 하였다. 도드프랭크법은 투자자문업자에 해당하는 사모펀드 운용자로 하여금 등록하게 하고 금융당국에 대한 다양한 보고의무를 부과하였다. 이하에서는 각 법의 세부적인 내용을 검토하여 사모펀드에 대한 미국의 규율 체계를 알아본다.

2. 1933년 증권법

1933년 증권법(*Securities Act of 1933*)¹²⁹⁾은 증권 시장의 발행시장을 규율하는 법률로서, 매매되는 증권의 성격에 대하여 완전하고 공정한 공시가 이뤄지도록 하고 그리하여 증권 매매에 있어서의 사기적 행위를 방지하는 것을 그 목적으로 한다. 사모펀드에 대하여 투자자가 출자하고 그에 대한 반대급부로 수익증권을 받는 것은 일종의 증권 발행이므로 이 법이 적용된다. 사모펀드가 투자회사라면 투자자는 주식을 받고, 투자신탁의 형태라면 수익증서를 받게 된다.

증권을 발행하는 경우 대표이사가 서명한 증권신고서를 SEC에 소정의 신고비용과 함께 제출해야 한다(*Sec. 6(a), (b)*). 유효한 증권신고서가 제출되지 않은 경우 증권의 매매 및 매매를 위한 유통은 불법이다(*Sec. 5(a)(1), (2)*).

*Sec. 4(a)*는 신고의무에 대한 예외(면제거래; *Exempted Transactions*)로 7가지를 규정하고 있는데, 사모펀드는 이 중 *Sec. 4(a)(2)*나 *Sec. 4(a)(5)*를 이용하여 예외로 인정받을 수 있다. *Sec. 4(a)(2)*는 공모(*public offering*)에 의하지 않은 거래에 대한 예외를 인정하고 있다. *Sec. 4(a)(5)*는 적격투자자(*accredited investor*)에게만 청약 내지 매매를 하고, 공중에 대한 광고 및 유인을 하지 않으며, 총 발행금액이 5백만 달러를 초과하지 않는 경우에 대하여 예외를 인정한다.

적격투자자의 개념은 *Sec. 2(a)(15)*가 규정하고 있는데, 은행, 보험회사, 1940년 투자회사법에 의거 등록된 투자회사, 종업원 퇴직기금 등 기관과

¹²⁹⁾ 15 U.S.C. sec. 77a *et seq.*

금융에 대한 지식, 경험, 정교함, 투자자산 등을 고려하여 SEC가 정한 개인 등이 이에 해당한다.

위 법은 ‘공모에 의하지 않은 거래’, 즉 사모 발행이 구체적으로 무엇을 의미하는지, 적격투자자인 개인의 자격이 무엇인지에 대하여 침묵하고 있다. SEC는 이를 명확히 하기 위하여 Regulation D¹³⁰⁾를 제정하였다. Regulation D는 500조부터 508조까지 9개 조문으로 구성되어 있는데(2016년 10월 개정으로 505조의 내용이 504조에 편입되면서 505조의 내용이 삭제되어 실제로는 8개이다), 그 중 504조와 506조는 위 법상 신고가 면제되는 거래를 구체화한다. 504조는 발행의 규모, 506조는 투자자의 자격 측면에서의 예외를 규정한다. 내용을 살펴보면, 504조는 총 발행금액이 5백만 달러를 초과하지 않는 경우의 예외를 규정하고 있는데, 이때 5백만 달러 초과여부 계산에 있어 지난 12개월 간 증권 발행금액이 포함된다. 504조의 적용을 받는 경우 투자자의 수나 투자 권유의 방법 등에 대한 제한은 없다. 506조는 발행금액과 상관없이 적용될 수 있는 예외로 두 가지를 규정하는데 투자 권유 방법과 투자자 자격에서 차이가 있다. 506조(b)의 경우 광고, 기사, 세미나 등에 의한 투자 권유를 할 수 없는데 반해 일반투자자를 35명까지 모집할 수 있다. 적격투자자는 투자자 수를 계산할 때 포함되지 않으므로(501조(e)) 제한없이 모집할 수 있다. 반면 506조(c)의 경우 공중을 상대로 한 위와 같은 투자 권유가 허용되지만 오로지 적격투자자만 모집할 수 있다. 506조의 두 가지 예외 중 하나에 해당하면 위 법 Sec. 4(a)(2)상 ‘공모에 의하지 않은 거래’라고 인정된다.

Regulation D는 적격투자자의 개념 중 개인의 자격에 대하여 위 법을 구체화하고 있다. 자연인으로서 개인의 순자산 내지 아내와 합산한 순자산이 1백만 달러를 초과하거나(501조(a)(5)), 최근 2년간 연소득이 20만 달러 내지 배우자와 합산하여 30만 달러를 초과하고 당해년도에도 그리 될 것이라고 합리적으로 추정되는 개인은 적격투자자의 범주에 포함된다.

Regulation D에 적합하더라도 각 주 법에 따라야 하는 의무가 사라지

¹³⁰⁾ Regulation D- Rules Governing the Limited Offer and Sale of Securities Without Registration Under the Securities Act of 1933; 17 C.F.R. sec. 230.501 *et seq.*

는 것은 아니며, 연방법상 사기적 행위 금지, 민사상 배상책임 등에서 자유로운 것도 아니다.

3. 1934년 증권거래소법과 2012년 JOBS법

1934년 증권거래소법(Securities Exchange Act of 1934)¹³¹⁾은 증권의 유통시장, 구체적으로는 증권거래소와 비상장주식이 거래되는 OTC(Over-the-counter)시장을 규제하여, 불공정한 행위가 일어나지 않도록 예방하기 위한 목적으로 제정되었다.

주요 내용을 살펴보면, 상원의 동의를 얻어 대통령이 지명하는 5명의 위원들로 구성되는 SEC를 설립한다(Sec. 4). 증권거래소는 SEC에 등록해야 하고(Sec. 6), 브로커, 딜러 등이 등록되지 않은 증권거래소를 이용하여 거래하는 행위는 불법이다(Sec. 5). 증권의 가격을 조정하려는 여러 유형의 행위를 불법으로 규정하고(Sec. 9), 그 외 다양한 시장 조작 내지 기망행위를 금지한다(Sec. 10). 행위 금지에 관한 규정은 사모펀드에도 그대로 적용된다.

사모펀드의 활동과 관련하여 문제가 되는 것은 증권에 대하여 SEC 등록의무를 부과하는 Sec. 12(g)이다. 회계연도말 기준 자산이 1천만 달러를 초과하고, 지분증권의 장부상 소유자가 2천 명 이상이거나 적격투자자(accredited investor)가 아닌 5백 명 이상인 경우 발행인은 회계연도의 마지막 날부터 120일 이내 SEC에 증권신고서를 제출하여 등록해야 한다. 이때 소유자 수 계산에 있어 임직원 보상 계획(employee compensation plan)에 따라 증권을 소유하게 된 사람은 포함하지 않는다. SEC에 증권이 등록되면 발행인은 SEC에 연도별 보고서, 분기별 보고서를 제출해야 하고, 그 외 SEC가 수시로 요구하는 정보를 제공해야 한다(Sec. 13(a)).

이 조항은 비공개 기업이지만 이미 지분증권이 다수에게 분산되어 있어 사실상 거래가 되고 있는 기업을 SEC의 감독 하에 두기 위한 목적으

¹³¹⁾ 15 U.S.C. sec. 78a et seq.

로 제정되었다.¹³²⁾ 2012년 이전에는 등록 의무가 부과되는 장부상 소유자 수 기준이 적격투자자 여부 불문 5백 명이었다. 그런데 위 조항이 제정될 당시와는 달리 비공개 기업이 더 오래 비공개 상태를 유지하고 임직원 스톡옵션 등을 통하여 주주의 수가 늘어나면서 위 기준을 넘는 경우가 증가했다. 그리하여 위 조항의 규제 대상으로 의도하지 않았던 기업들, 즉 증권이 사실상 거래되지 않는 비유동적인 기업이 그 적용을 받아 기업 공개가 사실상 강제되는 결과가 초래되었다. 위 조항의 적용으로 증권을 SEC에 등록하면 증권을 거래소에 상장하지 않았음에도 마치 상장한 것과 같은 정도로 SEC에 대한 보고의무를 지기 때문이다. 기왕이면 기업 공개의 장점이라도 누리기 위해 기업 공개를 단행하는 경우가 많았다. 이러한 문제에 대응하여 의회는 2012년 JOBS법(Jumpstart Our Business Startups Act of 2012; 신생기업육성법)을 제정했다. 위 법은 1934년 증권거래소법의 Sec. 12(g)를 개정하여 현재와 같이 장부상 소유자 수 기준을 2천 명으로 상향하고 임직원 보상 계획에 따라 소유하게 된 사람을 계산에서 제외했다. 사모펀드로서는 지분증권의 소유자 수를 위 조항이 정한 기준 이하로 유지함으로써 SEC에 대한 등록의무를 피할 수 있다.

4. 1940년 투자회사법

1940년 투자회사법은 투자회사를 SEC에 등록하게 하여 감독하기 위해 제정된 법률이다. 투자회사란 증권, 채권 등에 투자하는 것을 주 업무로 하는 회사로서(Sec. 3(a)), 자본시장법상 집합투자기구에 해당한다. 이 법은 투자자의 자금을 모아 투자를 하고 수익을 나눠주는 펀드 형태의 투자가 유행하자 투자자를 보호하기 위해 제정되었는데, 펀드와 운용자라는 펀드 운용의 두 축 가운데 펀드를 규제대상으로 삼는다. 투자회사를 세 가지 유형으로 구분하고 임직원 자격 제한, 마진거래 금지, 공매도 금지 등 각종 제한을 부과하며 SEC에게 투자회사에 대한 광범위한 감독

¹³²⁾ Usha R. Rodrigues, The Once and Future Irrelevancy of Section 12(g), University of Illinois Law Review Vol. 2015 No. 4 (2015).

권한을 부여한다. 이를 위해 투자회사는 SEC가 정한 양식의 신고서를 SEC에 제출하여 등록해야 한다(Sec. 8). 등록하지 않은 투자회사는 증권
의 매매 등 행위를 할 수 없다(Sec. 7). SEC에 등록된 투자회사는 연차보
고서, 분기별보고서 등을 제출할 의무가 있고 이 정보는 SEC를 통하여
공중에 공시된다.

Sec. 3은 투자회사를 정의하면서 동시에 그 예외도 규정한다. Sec.
3(c)(1)과 Sec. 3(c)(7)의 예외에 해당하면 투자회사의 정의에서 벗어남으
로써 SEC에 대한 등록의무를 면제받을 수 있다.

Sec. 3(c)(1)의 경우, 발행된 증권의 소유자가 100명을 넘지 않고 현재
와 향후에 증권의 공모를 하지 않는다면 그 발행인을 투자회사로 보지
않는다. 이때 소유자의 자격에 대해서는 일반투자자, 적격투자자를 가리
지 않는다. 회사가 증권을 소유한 경우 이 역시 1인의 소유자로 취급하
지만, 그 회사가 투자회사이고 10% 이상의 지분을 소유한 때는 그 투
자회사의 투자자들을 각각 발행인의 증권 소유자로 계산한다.

Sec. 3(c)(7)의 경우, 발행된 증권의 소유자가 모두 적격매수인(qualified
purchaser)이고 현재와 향후에 증권의 공모를 하지 않는다면 그 발행인을
투자회사로 보지 않는다. Sec. 3(c)(1)이 소유자 수의 측면에서 소규모 비
공개 회사에 대한 예외라면, Sec. 3(c)(7)은 보호의 필요성 측면에서 경제
적으로 스스로를 보호할 수 있는 자들만 참여하고 있다면 규제하지 않겠
다는 의미의 예외라고 보인다. 이때 적격매수인을 의미하는 단어로서
'accredited purchaser'가 아닌 'qualified purchaser'를 사용한 점이 1933년
증권법, 1934년 증권거래소법과 다른데, Sec. 2(a)(51)이 적격매수인을 정
의한다. 네 가지 유형을 규정하는데, 자연인으로서 5백만 달러 이상의 투
자자산을 보유한 자와, 자연인·법인 불문 자기 또는 다른 적격매수인의
계산으로 총 2천 5백만 달러 이상의 투자자산을 운용하는 자가 대표적이
다. 사모펀드로서는 출자자의 수를 100명 이하로 유지하거나 적격매수인
으로부터만 출자를 받음으로써 투자회사로서 SEC에 등록하지 않을 수
있다.

5. 1940년 투자자문업자법

가. 개념과 정의

1940년 투자자문업자법은 투자자문업자를 SEC에 등록하게 하고 그 활동을 SEC의 감독하에 놓기 위해 제정된 법률이다. 투자자문업자는 ‘보수를 위해 증권 가치, 증권 매매 및 투자의 적정성에 대하여 타인에게 조언하고, 주 업무의 일환으로 증권에 관한 분석자료나 보고서를 발행하는 자’로 정의된다(Sec. 202(a)(11)). 사모펀드의 운용자는 사모펀드에 대하여 투자 조언을 하는 점에서 투자자문업자의 정의에 부합하기 때문에 위 법의 규제 대상이 된다. 펀드 자체와 그 운용자 가운데 후자를 그 규제대상으로 삼는 점에서 1940년 투자회사법과 차이가 있다. 도드프랭크법은 2008년 금융위기를 겪으며 사모펀드의 제약 없는 활동이 초래하는 시스템 리스크에 대한 경각심으로 제정되었는데, 그 목적에 따라 사모펀드를 법적 규율의 테두리 안에 끌어들이기 위한 전제조건으로 처음으로 사모펀드를 명시적으로 정의했다. 앞서 본 듯이 도드프랭크법 Sec. 402(a)은 1940년 투자자문업자법 sec. 202(a)를 개정하여, ‘private fund’를 ‘1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)¹³³⁾ sec. 3(c)(1) 또는 sec. 3(c)(7)에 해당하는 발행인’이라고 정의하는 내용을 추가하였다.

나. 등록과 그 예외

투자자문업자는 SEC에 등록해야 하고(Sec. 203(c)), 등록하지 않고 투자자문업을 영위하는 것은 불법이다(Sec. 203(a)). 동 법은 등록의무에 대한 여러 예외도 규정하고 있다(Sec. 203(b)).

도드프랭크법 제정 이전 1940년 투자자문업자법 Sec. 203(b)(3)은 이전 12개월 동안 고객 수가 15인 미만인 투자자문업자에 대하여 SEC 등록의 예외를 인정했다. 고객 수의 계산에 있어 하나의 사모펀드는 1인의 고객

¹³³⁾ 15 U.S.C. sec 80a-1 *et seq.*

으로 인정되었으므로 사모펀드 운용자로서는 15개 이상의 사모펀드를 운용하지 않는 이상 등록을 할 필요가 없었고 실제로 대다수의 운용사들이 펀드의 수를 15개 미만으로 유지하여 등록을 피했다.

이 예외 규정과 관련하여 2004. 7. SEC는 소위 ‘Hedge Fund Rule’을 발표했다.¹³⁴⁾ SEC에 의하면, 위 15인 예외 규정은 부유하거나 전문적인 고객을 위한 것이 아니라 고객이 적어서 그 활동이 전국적인 증권 시장에 영향을 미치지 못하는 투자자문업자들을 연방 차원에서 규율할 필요가 없다는 취지에서 비롯된 것인데, 현실은 운용자산 규모가 거대하고 간접적으로 대량의 고객을 보유하고 있는 투자자문업자가 위 예외를 이용해 등록을 면제받고 있었다.¹³⁵⁾ 더욱이 일부 헤지펀드의 최소 투자 금액이 낮아지는 현상이 발견되었고 재간접펀드를 통해 투자자의 범위가 넓어지고 있으며 연기금, 대학, 재단 등의 헤지펀드 투자가 증가하여 헤지펀드에 대한 노출이 커지고 있었다. 결국 헤지펀드 투자자들과 증권시장을 보호하기 위해 SEC는 위 15인 예외 규정을 적용함에 있어서 15인을 계산할 때 헤지펀드 자체가 아닌 헤지펀드의 투자자 수가 기준으로 해야 한다는 규정을 제정했다. 다만 이로써 SEC가 해결하고자 했던 문제들은 헤지펀드와 관련된 것이었기 때문에 헤지펀드를 PEF나 벤처캐피탈펀드와 개념적으로 구분했다. SEC는 헤지펀드의 개념 요소로 ① 1940년 투자회사법 sec. 3(c)(1) 또는 sec. 3(c) (7)에 해당하고 ② 투자자가 투자 후 2년 이내에 투자금을 환급받을 수 있으며 ③ 투자자가 운용자의 투자에 관한 전문성과 능력을 근거로 투자하는 점을 꼽았다.¹³⁶⁾ 헤지펀드를 등록하게 함으로써 SEC는 ① 커져 가는 헤지펀드 산업에 대한 정확한 정보를 수집할 수 있고 ② 마치 세무조사와 같이 SEC의 조사 가능성만으로 사기적 행각을 어느 정도 예방할 수 있으며 ③ 부적합한 인물과 관련된 투자자문업자의 등록을 거부할 수 있고 ④ 투자자문업자로 하여금 투자자문업자법이 요구하는 준법감시 조치를 취하게 하는 등의 성

¹³⁴⁾ SEC, “Registration of Certain Hedge Fund Advisers, Investment Advisers Release No. 2333, 69 Fed. Reg. 72,054 (Dec. 10, 2004) (codified at 17 C.F.R. pts. 275, 279 (2006))”, <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm>.

¹³⁵⁾ SEC, 위의 자료.

¹³⁶⁾ SEC, 위의 자료.

과를 거둘 수 있을 것으로 기대했다.¹³⁷⁾ Hedge Fund Rule에 대하여 시장 참여자들로부터 여러 반론이 있었는데, 전문적 지식이 있거나 부유한 투자자만을 상대로 하는 투자자문업자는 등록의 예외로 인정해야 한다거나 등록 없이 다양한 경로로 자료를 제출받으면 족하다는 의견들이 있었다.¹³⁸⁾ 그러나 SEC는 전자와 같은 예외를 둘 경우 재간접펀드나 연기금 등 중간자를 통해 헤지펀드에 노출된 자들을 보호할 수 없고, 나아가 전문적이고 부유한 자라도 직접 투자하지 않고 투자자문업자를 찾아간 순간 전문가의 도움이 필요하다는 점을 자인한 셈이라고 했다.¹³⁹⁾ 후자에 대하여는 정보 수집만으로는 조사 권한이 없어 불충분하다고 반박했다.¹⁴⁰⁾ 그러나 결국 투자자문업자였던 Philip Goldstein 등이 Hedge Fund Rule의 제정은 SEC의 월권이라며 소송을 제기하였고¹⁴¹⁾ D.C.연방항소법원은 SEC의 위와 같은 해석이 법적 근거가 없고 자의적이라며 Goldstein의 손을 들어주어 Hedge Fund Rule을 폐기하였다.¹⁴²⁾

다. 도드프랭크법에 의한 개정

도드프랭크법은 위 15인 예외 조항을 개정했는데, 도드프랭크법 Sec. 403은 1940년 투자자문업자법 sec. 203(b)를 개정하여 위 고객 수 기준 예외 조항을 전면적으로 삭제하고, 그 자리에 외국 사모펀드 자문사에 대한 규정을 삽입했다. 기존의 1940년 투자자문업자법 sec. 203(b)(1)은 모든 고객이 운용자가 활동하는 주 안에만 있는 경우 등록의 예외를 인정했는데, 도드프랭크법 sec. 403은 이 조항에 ‘사모펀드에 대한 투자자문업자는 제외’한다고 추가했다.

한편으로 도드프랭크법은 사모펀드 운용사를 법적 규제의 테두리 안으로 끌어들이는 동시에 사모펀드의 신생 기업에 대한 자본 공급 기능과

¹³⁷⁾ Cumming·Dai·Johan, 앞의 책, 55.

¹³⁸⁾ SEC, 앞의 자료.

¹³⁹⁾ SEC, 앞의 자료.

¹⁴⁰⁾ SEC, 앞의 자료.

¹⁴¹⁾ Goldstein v. SEC, 451 F.3d 873, 877 (D.C. Cir. 2006).

¹⁴²⁾ Elizabeth A. Veit, Goldstein v. SEC, 52 N.Y. L. Sch. L. Rev. 151 (2007. 8.), 153.

그에 따른 창업 활성화라는 순기능을 저해하지 않기 위해 노력했다. 도드프랭크법 sec. 407은 1940년 투자자문업자법 sec. 203에 조항을 추가하여 벤처캐피탈펀드(Venture Capital Fund)에 대한 투자자문업자를 SEC 등록의 예외로 규정한다. 이때 벤처캐피탈펀드에는 SBIC(Small Business Investment Company)도 포함된다. 도드프랭크법 sec. 408은 1940년 투자자문업자법 sec. 203에 조항을 추가하여 오로지 사모펀드에 대해서만 자문을 제공하고 운용하는 총자산이 1억 5천만 달러 미만인 투자자문업자는 등록의무가 면제되도록 했다. 이른바 *de minimis rule*을 도입한 것이다. 이때 SBIC가 운용하는 자산은 계산에 포함되지 않는다. 나아가 중형 사모펀드(Mid-sized Private Funds) 운용자에 대한 SEC 규제를 설정함에 있어 SEC로 하여금 그러한 펀드가 시스템 리스크를 발생시키는지 여부를 분석하고 초래되는 위험의 정도에 상응하는 규제를 마련할 것을 주문한다. 즉 사모펀드를 규제하되 그 목표와 정도는 시스템 리스크를 방지하는 차원의 것이어야 하고, 이를 넘어 사모펀드의 자유로운 활동을 제약하여 그 순기능까지 저해하면 안 된다는 입법 의도가 반영된 것이다.

투자자문업자는 주 단위에서도 규제를 받는 경우가 있는데 1940년 투자자문업자법은 연방과 주의 중복 규제 문제를 해결하기 위해, 운용자산이 2천 5백만 달러 미만이고 주 당국에 등록하는 투자자문업자는 SEC에 등록하지 않아도 된다고 규정한다(sec. 203A(a)(1)). 이에 추가하여 도드프랭크법 sec. 410은 1940년 투자자문업자법 sec. 203A(a)를 개정하여 중견 사모펀드 운용자로서 운용자산이 2천 5백만 달러에서 1억 달러 사이고 주 당국에 등록 의무를 지며, 주에 등록시 주 당국으로부터 감독을 받는 경우에는 SEC에 대한 등록의무를 면제하도록 하였다. 도드프랭크법이 주 당국에 등록함으로써 SEC 등록을 면제받을 수 있는 범위를 확대한 취지는, 입법목적에 부응하여 SEC는 시스템 리스크를 발생시킬 가능성이 큰 대형 사모펀드의 감독에 집중하고 그러한 가능성이 작은 사모펀드에 대하여는 중복 규제를 해소하여 자유로운 활동을 보장하겠다는 것으로 보인다.

라. SEC에 대한 보고의무

도드프랭크법은 사모펀드로 인한 시스템 리스크의 발생·확대를 예방하기 위해 사모펀드 운용자의 보고 의무를 강화했다. 도드프랭크법 sec. 404는 1940년 투자자문업자법 sec. 204를 개정하여 등록된 투자자문업자는 운용하는 사모펀드에 관련된 각종 기록과 보고서를 SEC에 제출하고 FSOC(Financial Stability Oversight Council)에 의한 시스템 리스크 분석을 받도록 했다.

후속적으로 제정된 Rule 204(b)-1에 따르면, 1억 5천만 달러 이상의 자산을 보유하는 사모펀드를 운용하는 등록된 투자자문업자는 Form PF를 작성하여 SEC에 제출해야 한다. 여기에는 사모펀드별 총자산가치와 순자산가치, 월별·분기별 운용내역, 투자자 집중도, 파생상품의 명목 가치, 총 대출액에 관한 정보가 포함된다. 사모펀드 중 헤지펀드를 운용한다면 추가적으로, 투자전략, 운용자산 중 컴퓨터 알고리즘 트레이딩의 비중, 거래상대방 위험(counterparty risk)에 대한 노출, 거래 및 청산 업무에 관하여 보고해야 한다. 매 회계연도 종료 후 120일 이내에 Form PF를 제출해야 한다.

운용자산이 15억 달러 이상인 헤지펀드 또는 20억 달러 이상인 PEF 등 대규모 사모펀드의 운용자(Large Private Fund Adviser)는 보다 자세한 정보를 보고해야 하는데, 운용자산의 종류에 따라 그 내용이 다르다. 헤지펀드를 운용한다면, 다양한 증권과 상품에 투자된 자산의 총 시장가치, 고정수입 포트폴리오의 유지기간, 이자율에 대한 자산의 민감도, 포트폴리오 회전율, 투자의 지리적 구분에 관한 정보가 요구된다.¹⁴³⁾ 헤지펀드 운용자는 매 분기 종료 후 60일 이내에 Form PF를 제출해야 한다.¹⁴⁴⁾ PEF를 운용한다면 PEF별 대출 및 보증, 포트폴리오 내 투자대상기업에 관한 정보, 투자대상기업의 지역별·산업별 분류에 관한 정보가 요구된

¹⁴³⁾ Form PF (Reporting Form for Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors), page 12 이하 참고.

¹⁴⁴⁾ Form PF (Reporting Form for Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors), page 6 참조.

다.¹⁴⁵⁾ PEF 운용자는 매 회계연도 종료 후 120일 이내에 Form PF를 제출해야 한다.¹⁴⁶⁾ SEC는 Form PF에 담긴 정보가 오로지 규제적 목적과 엄격한 필요성에 의거하여서만 제3자에게 제공되도록 안전장치를 설정할 것이라고 강조한 바 있다.¹⁴⁷⁾

마. 투자자에 대한 정보 제공

투자자문업자는 투자자와 계약을 맺을 때, 그리고 그후 매 회계연도 종료 후 120일 이내 투자자에게 서비스의 내용, 수수료, 학력 및 배경, 고객의 거래에 대한 이해관계 여부 등의 정보를 담은 브로셔를 제공해야 한다(Rule 204-3¹⁴⁸⁾).

바. 소결

정리하자면, 도드프랭크법으로 인해 고객 수 15인 기준의 포괄적인 등록 예외는 사라졌지만 사모펀드의 순기능을 살리기 위한 다양한 예외 조항이 신설되어, 사모펀드의 운용자는 그 중 하나에 해당할 경우 SEC에 등록하지 않아도 된다. 다만 유의할 점은 SEC에 등록하지 않더라도 여러 예외 조항, 예컨대 벤처캐피탈펀드 조항 내지 1억 5천만 달러 기준 조항에서 해당 운용자에게 기록 유지의무를 부과하고 있고 필요시 SEC에 제출하도록 하고 있다는 점이다. 결국 등록 의무 여부에 따라 성과보수 수취 금지(Sec. 205(a)) 등 제한의 적용은 달라지지만, 모든 사모펀드 운용자는 기록 유지 및 보고 의무를 진다.

6. 소결 및 비판

¹⁴⁵⁾ Form PF (Reporting Form for Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors), page 38 이하 참고.

¹⁴⁶⁾ Form PF (Reporting Form for Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors), page 7 참조.

¹⁴⁷⁾ Spangler, 앞의 책, 201.

¹⁴⁸⁾ 17 CFR 275.204-3 - Delivery of brochures and brochure supplements.

위 각 법률은 중첩적으로 적용되는 것으로서 하나의 법률에 따라 예외가 인정되더라도 다른 법률에 의하여 SEC에 대한 등록 및 공시의무가 발생할 수 있다. 예컨대 1940년 투자회사법 Sec. 3(c)(1)의 적용을 받기 위해 투자자의 수를 100인 이하로 구성했다고 하더라도, 1933년 증권법에 따른 Regulation D 506조(b)에 따라서 만약 투자회사 주식의 투자권유를 받은 일반투자자의 수가 35명을 넘는다면 같은 법 Sec. 6에 의하여 SEC에 증권을 등록해야 한다. 또한 오로지 적격투자자 또는 적격매수인으로 부터만 출자를 받아 1933년 증권법과 1940년 투자회사법상 예외 요건을 충족했다고 하더라도 적격투자자가 2천 명 이상인 경우에는 1934년 증권거래소법에 따라 SEC에 대한 등록 및 공시가 요구된다. 그러므로 사모펀드가 SEC의 관리·감독에서 자유롭기 위해서는 각 법률상의 예외 요건을 모두 충족해야 한다.

요약하자면, 미국은 종래 각 법에 예외조항을 두어 사모펀드가 SEC의 감독으로부터 자유롭게 투자 활동을 할 수 있도록 여건을 보장했으나, 2008년 금융위기를 계기로 도드프랭크법을 제정하여 투자자문업자에 해당하는 사모펀드 운용자에 대하여 등록의무와 각종 보고의무를 부과하였다. SEC는 이렇게 수집한 정보를 바탕으로 산업을 감독하고 투자자를 보호하는데, 이는 운용자가 사모펀드의 운용과 미국 증권시장에 대한 영향력에 관한 신뢰성 있고 완전한 정보를 SEC에 제공할 때 비로소 가능하다. 다만 정보 수집에서 더 나아가 사모펀드의 투자 활동에 대하여 직접적인 내용적 제한을 두지는 않는다.

이러한 정보 수집 위주의 규제에 대하여도 여러 비판이 존재하는데, 수집한 정보의 복잡성과 막대한 양으로 인하여 금융당국이 이를 분석할 인적·물적 자원이 부족하고, 영업비밀에 해당할 수 있는 정보가 취급 과정에서 유출될 우려가 있음을 우려한다.¹⁴⁹⁾ 실제로 2008년 Madoff 스캔들의 조사 결과, SEC는 1999년부터 Madoff의 금융 범죄 행각에 대한 자세하고 신뢰할 만한 보고를 반복적으로 받았으나 혐의점에 대한 조사 등

¹⁴⁹⁾ 위의 논문, 213면; Rory B. O'Halloran, An Overview and Analysis of Recent Interest in Increased Hedge Fund Regulation, 79 Tul. L. Rev. 461 (2004), 488.

의 조치가 취해지지 못했다고 한다.¹⁵⁰⁾

III. 등록과 펀드 직접 규제 – EU의 경우

1. 개념 및 적용범위

유럽 역시 2008년 금융위기를 겪으며 사모펀드의 자유로운 활동에 시스템 리스크를 확산, 증폭하는 측면이 있음을 인식하기 시작했다. 이러한 시스템 리스크에 효율적으로 대응하기 위해서는 EU 각국은 통일적인 기준을 가지고 사모펀드의 활동을 규제해야 한다는 점에 공감했다. 그리하여 2011년 AIFMD를 제정하였다. AIFMD는 대체투자펀드 운용자의 인가, 투자 업무, 투명성에 대한 지침을 제공한다. 앞서 본듯이 대체투자펀드는 여러 투자자로부터 투자의 목적으로 자금을 모집한 것으로서 UCITS지침에 따른 인가를 필요로 하지 않는 것을 말한다(Art. 4.1). 펀드의 개방·폐쇄 여부, 법적형태, 상장 여부를 불문하고 다수의 투자자로부터 자금을 모아 투자하는 경우에 적용된다(Art. 2.2). 특징적인 내용으로, 전문 (10)은 AIFMD가 대체투자펀드 그 자체를 규제하지 않는다고 명시한다. 펀드의 포트폴리오는 매우 다양하게 구성되어 있어서 EU 차원에서 일률적으로 규제하는 것은 적절하지 않다고 판단한 것이다. 다만 회원국이 자율적으로 펀드 자체를 규율하는 것을 금지하지 않는다.

대체투자펀드의 운용자는 AIFMD에 따라 자신이 소속된 회원국의 인가를 받아야 한다(Art. 6). 한 회원국의 인가는 다른 회원국에 대하여도 효과가 있다. 인가를 받기 위해서는 최저자본요건(Art. 9)을 갖춰야 하고 운용자의 구성원들도 명성, 경험 측면의 요건을 구비해야 한다(Art. 8).

2. 적용의 예외

AIFMD가 적용되지 않는 예외도 있는데, 운용자 내지 운용자와 모자관

¹⁵⁰⁾ Spangler, 앞의 책, 176.

계에 있는 자만이 출자한 펀드의 운용자, 운용하는 펀드의 총 자산의 합이 1억 유로를 초과하지 않는 운용자, 운용하는 펀드의 총 자산의 합이 5억 유로를 초과하지 않고 레버리지를 사용하지 않으며 출자일로부터 5년동안 환매가 불가능한 펀드의 운용자는 AIFMD의 적용을 받지 않는다(Art. 3). De minimis rule을 도입하여 운용자산의 규모를 기준으로 시스템 리스크를 발생시킬 가능성이 작은 소규모 펀드를 운용하는 자에 대하여는 지침을 적용하지 않는 것이다. 한정된 감독의 자원을 위험이 존재하는 곳에 집중하겠다는 취지이다.

3. 투자자격의 제한

운용자는 전문투자자(professional investors)에게만 대체투자펀드의 지분을 취득하도록 권유할 수 있다. 전문투자자란 MiFID I 지침¹⁵¹⁾ Annex II에 따라 전문적 고객(professional clients)으로 인정되거나 전문적 고객으로 취급받기를 신청한 자를 의미한다(Art. 4.(1)(ag)). 전문적 고객으로 인정되는 자에는 투자은행, 여신기관, 보험회사, 연기금 등 기관투자자와, 2천만 유로 이상의 자산·4천만 유로 이상의 매출·2백만 유로 이상의 자기 자본 중 2가지를 충족하는 투자회사가 포함된다. 전문적 고객으로 취급받기를 신청하기 위해서는 고객의 투자자산 포트폴리오가 50만 유로 이상일 것, 투자에 대한 전문적 지식을 요구하는 금융부문에서 최소한 1년을 근무한 경력이 있을 것, 지난 네 분기동안 분기마다 상당한 규모로 10회 이상의 관련 거래를 했을 것이라는 세 가지 요건 중 최소 두 가지를 충족해야 한다. 금융회사는 위 요건을 충족하여 신청한 고객을 전문적 고객으로 취급할 수 있다. 미국과 구별되는 점은 자산 규모 이외에 거래 내역, 근무경력 등 요건을 규정하고 그 충족여부를 금융회사 자체적으로 판단하도록 한 점이다.

¹⁵¹⁾ DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

4. 투자자에 대한 정보 공개

운용자는 투자자에게, 대체투자펀드의 목표와 투자전략, 투자하려는 자산의 종류, 관련되는 위험, 투자 규제, 레버리지를 활용할 수 있는 상황, 레버리지의 종류와 공급자, 담보 및 자산 재사용 계약, 레버리지의 상한에 관한 정보를 제공해야 한다(Art. 23(1)(a) 참조). 운용자가 투자전략과 투자정책을 변경할 수 있는 절차, 법적 관할, 운용자의 신원, 수탁자, 감사인 등 업무 연관자, 펀드자산의 평가 절차, 환매 권리에 관한 내용을 포함하는 유동성 위험 관리방안, 투자자가 부담하는 모든 종류의 수수료, 특정 투자자가 우대받는 경우 그 내용과 운용자와의 경제적·법적 관계, 펀드 지분의 발행 및 매각 조건과 절차 등에 관한 정보도 제공해야 한다(Art. 23(1)(b) 이하 참조). 투자자에게 주기적으로 펀드자산 중 비유동성으로 인해 특별히 관리해야 하는 자산의 비율과 펀드의 유동성 관리에 관한 점, 펀드의 현 위험 상황과 그 위험 관리를 위한 시스템을 공개해야 한다(Art. 23(4)). 레버리지를 사용하는 운용자는 레버리지의 상한이 변경된 경우 변경점과 현재 레버리지의 총량에 관한 정보를 주기적으로 공개해야 한다(Art. 23(5)).

5. 수탁자의 자산보관

운용자는 대체투자펀드에 대하여 수탁자(depositary)를 임명해야 한다(전문(32)). 수탁자는 펀드자산의 보관자이자 펀드에 대한 감독자의 역할을 수행하며 펀드자산을 사기적 행각, 회계 오류, 펀드와 운용자 간의 이익충돌로부터 보호한다.¹⁵²⁾ 수탁자의 자격에 관하여, 최초 투자 후 5년간 환매할 수 없고 통상 비상장회사에 투자하는 펀드, 예컨대 PEF나 벤처캐피탈은 공증인, 변호사 등을 수탁자로 임명할 수 있으나, 그 외 대체투자펀드는 신용기관, 투자은행 또는 MiFIDI에 따라 인가받은 기관을 임명해

¹⁵²⁾ Spangler, 앞의 책, 292.

야 한다(전문(34)). 수탁자는 대체투자펀드의 현금흐름을 감독할 책임이 있는데 구체적으로 대체투자펀드에 투입된 투자자의 자금과 투자자산이 올바르게 기록되어 있는지, 현실 인도가 가능한 자산이 제대로 인도가 되었는지를 확인해야 하고, 기타 자산의 소유권도 검증해야 한다(전문(37)).

프라임 브로커는 기능적, 구조적으로 수탁업무를 프라임 브로커로서의 업무와 분리하고 잠재적 이익충돌의 가능성을 식별하여 조치를 취하지 않는 이상 수탁자가 될 수 없다. 프라임 브로커는 대체투자펀드의 거래 상대방이므로 수탁자로서의 역할을 충실히 하기 어렵기 때문이다(전문(43)).

6. 시스템 리스크 방지

AIFMD는 대체투자펀드 운용자의 레버리지 이용이 시스템 리스크를 축적시키고 시장을 교란할 위험이 있음을 인식하고 레버리지를 이용하는 운용자에 대한 특별한 취급을 주문한다(전문(49)). 운용자는 운용업무와 위험관리 업무를 분리해야 하고, 각 펀드가 고유의 투자 전략에 따라 노출될 수 있는 위험을 파악, 측정, 관리, 감독할 수 있는 위기관리 시스템을 정립해야 한다(Art. 15(1), 15(2)). 운용자는 각 펀드의 유동성 위험을 관리해야 한다(Art. 16).

운용자는 각 펀드에 대하여 적용할 레버리지의 최대 한도를 설정해야 한다(Art. 15(4)). 회원국은 소속 감독당국이 운용자가 제출하는 정보를 이용해 레버리지의 활용이 금융시스템 내 시스템 리스크를 증가시키는 정도를 파악하도록 확인해야 한다(Art. 25(1)). 회원국의 감독당국과 ESMA(European Securities and Markets Authority), ESRB(European Systemic Risk Board)는 위 정보를 이용해 운용자와 대체투자펀드가 잠재적으로 다른 회원국의 신용기관이나 시스템적으로 관련된 기관에 대하여 시스템 리스크를 초래할 가능성이 있는지 분석하여 정보를 제공해야 한다(Art. 25(2)). 이때 운용자는 스스로 설정한 레버리지의 한도가 합리적이라는 점

과 항상 그 한도를 준수하고 있음을 입증해야 한다. 감독당국은 위험을 평가하고, 금융시스템의 안정을 위해 필요하다고 인정할 시 위 한도를 제한할 수 있다(Art. 25(3)). 레버리지의 한도를 법이 직접 정하지 않고 각 운용자 스스로 적정한 수준을 1차적으로 판단하도록 하되 시스템 리스크 측면에서 필요한 때에 금융당국이 개입하는 방식이다.

7. 보수정책 규제

AIFMD는 보수정책도 위험관리의 일환으로 보고 이에 관한 상세한 규정¹⁵³⁾을 두고 있다.¹⁵⁴⁾ 보수정책에 따라 운용자가 과도한 위험을 인수하고자 하는 인센티브를 가질 수 있고 위험관리 시스템을 와해시킬 수 있으며, 그 결과 금융시장의 안정성에도 영향을 미칠 수 있기 때문이다.¹⁵⁵⁾ 간략히 내용을 보면, 보수정책은 효과적인 위험관리를 증진해야 하고 펀드의 구조, 규정 등에 비추어 과도한 위험을 인수하도록 조장해서는 안 된다.¹⁵⁶⁾ 운용사의 경영진은 주기적으로 보수정책을 점검해야 한다.¹⁵⁷⁾ 보수가 성과에 연동되어 지급되는 경우 운용하는 개인뿐만 아니라 해당 펀드, 나아가 펀드 운용사 전체의 성과가 함께 고려되어야 하고 개인 평가 시 재무적·비재무적 요소가 모두 포함되어야 한다.¹⁵⁸⁾ 성과의 측정은 펀드의 생애주기, 환매정책, 투자위험을 고려한 장기간의 성과를 기초로 이뤄져야 한다.¹⁵⁹⁾ 이 외에도 보수정책을 위험관리와 밀접하게 연계하여 관리하도록 하고 있다.

8. Asset stripping 규제

¹⁵³⁾ AIFMD AnnexII, Remuneration Policy 참조.

¹⁵⁴⁾ 정대익, “유럽연합 대체투자펀드운용사지침(AIFMD)의 주요 내용”, BFL 제61호 (2013. 9.), 70.

¹⁵⁵⁾ 위의 논문, 70.

¹⁵⁶⁾ AIFMD AnnexII, Remuneration Policy 1(a)

¹⁵⁷⁾ AIFMD AnnexII, Remuneration Policy 1(c)

¹⁵⁸⁾ AIFMD AnnexII, Remuneration Policy 1(g)

¹⁵⁹⁾ AIFMD AnnexII, Remuneration Policy 1(h)

AIFMD의 특징적인 규제인 Asset stripping 규제가 있다. 다른 규제가 주로 헤지펀드 유형의 대체투자펀드가 시스템 리스크를 발생시키지 않도록 감독하는 취지의 규제인 반면, Asset stripping 규제는 시스템 리스크 방지 목적과는 거리가 있다. 이는 ‘자산약탈 방지’ 정도로 번역할 수 있는데, 투자대상기업의 자산을 유출하여 투자금을 회수하는 단기적 약탈적 투자행위를 금지하는 것이다. 구체적으로, 대체투자펀드의 운용자는 회사를 인수한 후 24개월 동안 회사 자산의 배분, 자본의 감소, 지분 환급, 자사주 취득 등을 지시하거나 지원해서는 안 되고 이사회 등에서 위사항에 찬성하는 취지로 투표해서도 안 된다(Art. 30). 이 조항에 대하여 주주의 재산권에 대한 중대한 침해라는 비판도 있으나,¹⁶⁰⁾ 반면에 규제의 기간이 2년으로 제한되어 있고 회사의 모든 자본 활동이 아닌 동조제2항에서 정한 일정한 수준을 넘어서는 활동만을 제한하는 것이므로 합리적이라는 의견도 있다.¹⁶¹⁾

9. 감독당국에 대한 보고

운용자는 소속국 감독당국에 대체투자펀드가 주로 거래하는 시장과 수단에 대하여 정기적으로 보고해야 한다(Art. 24(1)). 구체적으로는 비유동성으로 인해 특별 관리해야 하는 자산의 비중, 유동성 관리 방안, 위험 관리 방안, 주된 자산의 종류, Art.15(3)에 따른 스트레스 테스트의 결과 등을 보고해야 한다(Art. 24(2)). 또한 운용하는 대체투자펀드별 연차보고서, 분기별 운용하는 대체투자펀드의 상세목록을 소속국 감독당국에 제공해야 한다.(Art. 24(3)). 레버리지를 사용하는 대체투자펀드의 운용자는 펀드별 레버리지 정도와 현금 또는 증권의 대출, 파생상품 등 레버리지의 출처를 분석한 정보 및 펀드자산이 재사용된 정도에 관한 정보를 제공해야 한다. 특히 현금 또는 증권의 대출의 경우 그 출처에 관한 정보를 대출의 크기가 큰 순서대로 5위까지 제공하고 각 출처별 레버리지의 크기에 관한 정보 역시 제공해야 한다(Art. 24(4)).

¹⁶⁰⁾ Mollers et al., 앞의 논문, 100.

¹⁶¹⁾ Mollers et al., 앞의 논문, 100.

10. 소결 및 비판

EU는 미국보다 한 걸음 더 나아가, 펀드 운용자를 등록하게 하여 각종 정보를 보고하게 하는 데 그치지 않고 펀드가 활용할 수 있는 레버리지의 상한을 설정하게 하고 Asset stripping에 해당하는 특정 행위를 금지하는 등 펀드의 활동에 대하여 직접적인 제한을 가한다.

AIFMD에 대하여는 다양한 형태와 종류의 펀드를 무리하게 하나의 규제로 묶으려고 한다(“one size fits all”)는 비판이 있다.¹⁶²⁾ 대체투자펀드라는 하나의 개념으로 다양한 형태와 운용방식을 가진 펀드의 운용자들을 규율하려는 바람에 다양한 펀드가 초래하는 다양한 유형의 위험 간 차별화된 규제가 어렵다는 것이다.¹⁶³⁾ 또한 다양한 펀드 유형을 포섭하기 위해서 일반적인 개념을 사용할 수밖에 없는데, 일반성은 불명확성과 동전의 양면인바 다수의 불명확한 개념으로 인해 규제의 효과가 제대로 나타나지 못하고 규제 준수 비용만 커진다고 한다. 추가적으로 과도한 영업 정보 수집으로 인해 펀드 간의 긍정적 경쟁을 저해한다는 비판도 있다.¹⁶⁴⁾ Asset stripping규제에 대하여 혹자는 금융위기를 핑계로 삼아 금융안정성과 무관한 이유로 PEF를 규제하려 든다고 비판한다.¹⁶⁵⁾

제3절 현행법의 태도

I. 자본시장법의 규제

1. 개관

자본시장법은 투자자 보호와 시스템 리스크 방지를 위해 사모펀드 운

¹⁶²⁾ Mollers et al., 앞의 논문, 105.

¹⁶³⁾ Spangler, 앞의 책, 206.

¹⁶⁴⁾ Mollers et al., 앞의 논문, 105.

¹⁶⁵⁾ Armour et al., 앞의 책, 493.

용자 등록 및 사모펀드 설립 보고를 기본으로 하여 투자방식에 대한 규제를 하는데, 이는 EU의 방식과 유사하다. 이하에서는 각 목적을 달성하기 위해 어떠한 규제를 두고 있는지 구체적으로 살펴본다. 국내 특유의 규제 목적으로서 논의한 대기업집단 관련 문제에 관한 규정의 내용도 검토한다.

표 8. 경영참여형·전문투자형 사모집합투자기구에 대한 자본시장법 규제 비교

		경영참여형 사모집합투자기구	전문투자형 사모집합투자기구
투자자 보호	투자자 자격 제한	·전문투자자 ·1억원(GP관련자) 또는 3억원(그외)	·전문투자자 ·1억원(레버리지 200% 이하) 또는 3억원(레버리지 200% 초과)
	운용자 요건 설정	·1억원 이상의 자기자본 ·2명 이상의 운용인력 등	·10억원 이상의 자기자본 ·3명 이상의 상근운용인력 등
	신탁업자 펀드 자산 보관·관리	·신탁업자는 펀드자산을 보관·관리 ·운용자의 지시에 따라 투자대상자산 취득·처분	좌동
	신탁업자의 자산 평가 확인	1차적으로 운용자가 펀드 자산을 평가하고, 2차적으로 신탁업자가 평가가 공정한지 확인	좌동
	투자자에 대한 정보 공개	·장부·서류의 열람이나 등본 또는 초본의 교부 청구 ·6개월마다 1회 이상 재무제표 제공 ·운영 및 재산에 관한 사항을 설명 ·제공 및 설명 사실 기록·유지	·장부·서류의 열람이나 등본 또는 초본의 교부 청구

시스템 리스크 방지	레버리지 제한	·원칙 불가, 예외 순자산 10% ·투자목적회사는 자기자본 300%	·순자산 400%
	금융당국 보고	·경영권 참여 외 투자 현황, 차입, 채무 보증 현황보고 (재산총액 기준 100억↑: 연2회, 100억↓: 연1회)	· 파생상품 매매, 채무보증, 담보제공, 금전차입 현황보고 (재산총액 기준 100억↑: 연2회, 100억↓: 연1회)
	건전성 유지의무	-	·영업용순자본 총위험액 이상 유지 ·자기자본비율, 자산 건전성, 유동성 관련 경영건전성 기준 준수
대기업집단 관련 규제		·계열회사 편입 후 5년 내 처분 ·계열회사 지분증권 취득 금지 ·같은 상호출자제한기업집단 소속 금융 회사는 30% 초과 출자 금지	-

2. 투자자 보호

가. 투자자 자격 제한

자본시장법은 사모펀드에 투자할 수 있는 자격을 제한한다. 사모펀드는 공모펀드에 비해 규제가 적고 원금 손실 위험이 큰 투자를 하므로 그에 따른 위험을 감수하고 스스로 보호할 수 있는 능력을 가진 자만 사모펀드에 참여할 수 있도록 후견적 차원에서 제한하고 있다. 전문투자형 사모집합투자기구의 경우 투자자격이 있는 자를 ‘적격투자자’라 부르고, 경영참여형 사모집합투자기구의 경우 별도 명칭없이 제249조의11에서 유한책임사원이 되기 위한 요건을 규정하고 있다.

경영참여형 사모집합투자기구에 유한책임사원으로서 투자하기 위해서는 전문투자자이거나, 업무집행사원의 임원 또는 운용인력으로서 1억 원 이상, 그 외의 자로서 3억 원 이상을 투자하는 개인, 법인 또는 단체일 것이 요구된다. 이는 유한책임사원에 관한 요건으로서 무한책임사원이 얼마를 투자해야 하는지에 관한 명시적 규정은 없는데, 최종 자산 규모의 1%가량 투자하는 것이 실무관행이라고 한다.¹⁶⁶⁾ 무한책임사원이 자신의 재산을 함께 투자함으로써 무한책임사원과 유한책임사원의 이해관계가 일치된다면 보다 책임 있는 자산 운용이 이뤄질 것이고 유한책임사원들도 마음 편히 자산을 맡길 수 있다.

전문투자형 사모집합투자기구에 투자하기 위해서는 전문투자자이거나, 개인의 경우 펀드의 레버리지가 순자산의 200% 이하면 1억 원을, 200%를 초과하면 3억 원 이상 투자해야 한다. 레버리지 비율이 높아질수록 부실 발생시 투자금 손실 위험이 증가하므로 투자에 참여할 수 있는 기준이 엄격해지는 것이다.

그런데 최근에는 사모재간접공모펀드의 도입으로 사모펀드에 투자할 수 있는 문턱이 점점 낮아지고 있다. 앞서 투자자 보호의 필요성이 대두되는 원인으로 지목된 소매화이다. 2017. 5. 8. 자본시장법 시행령의 개정

¹⁶⁶⁾ 윤승환·차일규, 사모투자펀드와 M&A, 삼일인포마인 (2017), 153.

으로 사모재간접공모펀드가 도입되었다 (시행령 제80조 제1항 제5조의2 호 참조). 사모재간접공모펀드란 헤지펀드에 투자하는 공모펀드로서 자산총액의 100분의 50 이상을 전문투자형 사모펀드에 투자해야 한다. 개인은 500만 원 이상부터 가입할 수 있다. 기존의 헤지펀드는 자산가의 전용물이었으나 사모재간접공모펀드의 도입으로써 적격투자자 아닌 일반 투자자가 간접적으로나마 헤지펀드에 투자할 수 있는 길이 열렸다. 투자 위험에 대한 판단을 전문가인 공모펀드 운용자가 투자자를 대신하여 한다는 점에서 일종의 보호장치가 있으므로 일반투자자의 참여가 허용된 것이다.

나. 운용자의 요건 설정

아무런 요건없이 누구나 사모펀드 운용업에 뛰어들 수 있다면 그만큼 고객을 상대로 사기적 행각을 벌이는 자가 등장할 위험도 높다. 이에 자본시장법은 운용자의 요건을 설정하여 그러한 위험을 낮추고 투자자를 보호하고자 한다.

경영참여형 사모집합투자기구는 무한책임사원 중 1인을 업무집행사원으로 정해야 하고 그 업무집행사원은 회사의 업무를 집행할 권리와 의무를 가진다(제249조의14 제1항 참조). 업무집행사원에 대해서는 제11조가 적용되지 않는다(동조 제4항 참조). 금융위원회의 인가를 받지 않아도 되는 대신 자기자본 1억 이상일 것 등 법이 정한 별도의 요건을 갖추어 금융위원회에 등록해야 한다(제249조의15 제1항 참조). 경영참여형 사모집합투자기구의 집합투자재산 운용업무를 금융투자업으로 규제하지 않겠다는 취지이다. 사건으로는 통상 금융투자라고 인식되는 것이 비교적 단기간에 걸친 시세 차익으로 이익을 창출하는 방법인 반면 경영참여형 사모집합투자기구는 비교적 장기간 동안 적극적으로 경영에 참여하고 구조조정을 단행하는 등 수년에 걸쳐 기업가치를 제고한다는 점에서 일반적인 투자와는 차이가 있다는 점을 고려한 것으로 보인다. 민간 차원의 구조조정 활성화라는 경영참여형 사모집합투자기구 제도의 도입 취지를 고려

하여 제도를 활성화하고 사모펀드에 의한 구조조정을 장려하려는 의도도 고려되었다고 생각한다.

전문투자형 사모집합투자기구를 운용하려면 전문사모집합투자업자로서 금융위원회에 등록해야 한다. 이때 자기자본이 10억 원 이상일 것, 상근 투자운용인력이 3명 이상일 것, 법이 정한 임원 및 대주주의 자격요건, 건전한 재무상태 및 건전한 사회적 신용을 갖출 것, 전문사모집합투자업자와 투자자간 및 투자자와 다른 투자자간 이해상충방지체계를 갖출 것 등 법이 정한 요건을 충족해야 한다(제249조의3 참조).

다. 신탁업자의 펀드자산 보관·관리

투자신탁이나 투자익명조합의 집합투자업자 또는 투자회사 등은 집합투자재산의 보관·관리업무를 신탁업자에게 위탁해야 한다(제184조 제3항). 이는 전문투자형·경영참여형 집합투자기구 모두에 적용된다. 사모펀드 운용자의 자의적인 자산관리로 투자자가 피해를 입는 것을 방지하기 위한 취지이다.¹⁶⁷⁾ 집합투자업자는 자신이 운용하는 집합투자재산을 보관·관리하는 신탁업자가 되어서는 아니 된다(동조 제4항). 신탁업자는 선량한 관리자의 주의로써 집합투자재산을 보관·관리하여야 하며, 투자자의 이익을 보호해야 한다(제244조). 이때 신탁업자는 해당 집합투자기구나 이를 운용하는 집합투자업자의 계열회사여서는 아니 된다(제246조 제1항 참조). 신탁업자는 집합투자업자의 지시에 따라서 자산의 취득·처분 등의 이행을 한다(동조 제4항 참조).

투자신탁의 집합투자업자는 투자신탁재산을 운용함에 있어서 그 투자신탁재산을 보관·관리하는 신탁업자에 대하여 투자신탁재산별로 투자대상자산의 취득·처분 등에 관하여 필요한 지시를 하며 그 신탁업자는 집합투자업의 지시에 따라 투자대상자산의 취득·처분 등을 해야 한다. 다만 집합투자업자는 투자신탁재산의 효율적 운용을 위하여 불가피한 경우에는 자신의 명의로 직접 투자대상자산을 취득·처분할 수 있다(제80조 제1

¹⁶⁷⁾ 금융위원회, “자본시장의 역동성 제고를 위한 사모펀드제도 개편방안” (2013. 12. 4.), 14.

항 참조).

투자신탁을 제외한 집합투자기구의 집합투자업자는 집합투자기구의 명의로 투자대상자산의 취득·처분 등을 하고, 그 집합투자기구의 신탁업자에게 취득·처분 등을 한 자산의 보관·관리에 필요한 지시를 하여야 하며, 그 신탁업자는 집합투자업자의 지시에 따라야 한다(제80조 제5항 참조).

공모펀드에 대하여는 위 제반 규정 외 신탁업자의 운용행위감시 규정도 적용된다(제247조 참조). 신탁업자는 집합투자업자의 운용지시 또는 운용행위가 법령, 집합투자규약 또는 투자설명서 등을 위반하는지 여부에 대하여 확인하고 위반사항이 있을시 집합투자업자에게 시정을 요구하고 집합투자업자가 이에 따르지 않으면 금융위원회에 보고한다. 구체적으로는 제81조(자산운용의 제한), 제82조(자기집합투자증권의 취득 제한), 제83조(금전차입 등의 제한), 제84조(이해관계인과의 거래제한 등), 제85조(불건전 영업행위의 금지)에서 규정한 사항과 집합투자규약에서 정한 투자대상자산별 투자한도 및 그 밖에 금융위원회가 고시하는 기준을 위반하는지 확인해야 한다(시행령 제269조 제1항 각호 참조). 그런데 전문투자형·경영참여형 사모집합투자기구에 대하여는 위 운용행위감시 규정의 적용이 배제된다(제249조의8 제1항, 제249조의20 제1항 참조). 전문투자형·경영참여형 사모집합투자기구도 집합투자재산을 신탁업자에게 위탁해야 하지만 사모펀드의 자유로운 투자를 보장하기 위해 그 운용행위에 대한 감시를 받지 않는 것이다.

라. 신탁업자에 의한 자산 평가 확인

집합투자업자는 집합투자재산을 시가로 평가하되, 평가일 현재 신뢰할 만한 시가가 없는 경우에는 공정가액으로 평가한다(제238조 제1항 참조). 집합투자업자는 공정하게 정확한 평가가 이루어질 수 있도록 집합투자재산 평가기준을 마련하여 신탁업자의 확인을 받아야 한다(동조 제3항 참조). 집합투자재산을 평가한 후에는 이를 신탁업자에게 통보하고, 신탁업자는 평가가 법령 및 집합투자재산 평가기준에 따라 공정하게 이루어졌

는지를 확인한다(동조 제4,5항 참조).

마. 투자자에 대한 정보 공개

집합투자업자는 자산운용보고서를 작성하여 집합투자재산을 보관·관리하는 신탁업자의 확인을 받아 3개월마다 1회 이상 집합투자기구의 투자자에게 교부하여야 한다(제88조 제1항). 투자신탁이나 투자익명조합의 집합투자업자는 투자운용인력의 변경, 환매연기 또는 환매재개의 결정, 부실자산의 발생 등 사항이 발생한 경우 대통령령으로 정하는 바에 따라 이를 지체 없이 공시하여야 한다(제89조 제1항 참조). 집합투자재산에 대한 주요 정보를 투자자에게 공개하는 위 규정은 전문투자형 사모집합투자기구에 대해서는 그 적용이 배제된다(제249조의8 제1항 참조). 사모펀드의 투자자는 공모펀드의 투자자보다 운용자에 대한 협상력을 보유하고 있다는 전제로 법이 정보 공개를 강제하지 않는 것이다. 경영참여형 사모집합투자기구에 대해서는 애당초 적용되지 않는다. 다만 제91조는 그 적용이 배제되지 않으므로 전문투자형 사모집합투자기구의 투자자는 집합투자재산에 관한 장부·서류의 열람이나 등본 또는 초본의 교부를 청구할 수 있다(제91조 제1항 참조). 경영참여형 사모집합투자기구의 경우, 업무집행사원은 6개월마다 1회 이상 경영참여형 사모집합투자기구 및 경영참여형 사모집합투자기구가 출자한 투자목적회사의 재무제표 등을 사원에게 제공하고 그 운영 및 재산에 관한 사항을 설명하여야 하며, 그 제공 및 설명 사실에 관한 내용을 기록·유지하여야 한다(제249조의14 제8항). 업무집행사원이 아닌 사원은 영업시간 내에만 경영참여형 사모집합투자기구 또는 경영참여형 사모집합투자기구가 출자한 투자목적회사의 재산에 관한 장부·서류의 열람이나 등본 또는 초본의 교부를 청구할 수 있다(제249조의14 제9항).

3. 시스템 리스크 방지

가. 레버리지 제한

경영참여형 사모집합투자기구는 원칙적으로 레버리지를 활용하지 못한다. 예외적으로 법이 정한 사유가 발생한 경우에 한하여 자금차입 및 채무보증을 할 수 있고, 이 경우에도 순자산의 10%를 초과할 수 없다(제249조의12 제7항 참조). 그러나 투자목적회사는 그 회사의 자기자본의 300%까지 자금차입 또는 채무보증을 할 수 있다(제249조의13 제3항, 시행령 제271조의19 제3항). 경영참여형 사모집합투자기구의 투자목적회사에 대하여 자금차입 등을 허용할 것인지에 관하여 사모투자전문회사 제도 입안 과정에서 논란이 있었다. 일부 시민단체는 자금 차입이 허용될 경우 사기적 행태를 띠는 차입매수(LBO; Leveraged Buy-out)가 만연해질 것을 우려하여 투자목적회사에 대해서도 10% 제한을 두어야 한다고 주장했다. 그러나 정부는, 그러한 사기적 LBO에서 차입의 주체는 투자대상 기업이므로 투자목적회사와는 무관하고, 투자목적회사는 유한회사 내지 주식회사이므로 부실이 발생할 경우에도 사원 내지 주주의 유한책임으로 인해 위험이 전이될 가능성이 작고 현실적으로 실체가 없는 투자목적회사에 대하여 무제한적으로 대출을 해줄 금융기관은 존재하기 어렵다고 판단하여 정부 제출 법률안에는 레버리지 한도를 설정하지 않았다. 결국 국회 논의 과정에서 시민단체의 주장이 일부 받아들여져 300%라는 한도가 생긴 것이다.¹⁶⁸⁾

자본시장법은 경영참여형 사모집합투자기구와는 달리 전문투자형 사모집합투자기구의 경우 펀드의 계산으로 자금차입·채무보증 또는 담보제공을 하는 것을 허용하고 있다. 다만 이때에도 순자산의 400% 이내라는 한도를 두고 있다(제249조의7 제1항, 시행령 제271조의10 제1항 참조).

나. 금융당국에 대한 보고

경영참여형 사모집합투자기구는 집합투자재산의 운용 현황, 차입 또는

¹⁶⁸⁾ 박정훈, 앞의 논문, 51-52.

채무 보증의 현황 등을 금융위원회에 보고해야 한다(제249조의12 제9항 참조). 집합투자재산이 100억 원 이상이면 반기마다, 미만이면 연말에 보고한다(시행령 제271조의17 제9항 참조). 경영참여형 사모집합투자기구의 업무집행사원은 금융투자업자가 아니므로 분기별 업무보고서 제출의무 등은 적용되지 않는다(제33조 참조).

전문사모집합투자업자는 전문투자형 사모집합투자기구의 집합투자재산 운용 현황, 금전차입 현황 등을 금융위원회에 보고해야 한다(제249조의7 제3항 참조). 보고의 기준은 경영참여형 사모집합투자기구와 같이 집합투자재산 총액이 100억 이상이면 반기마다, 미만이면 연말에 한번이다.

전문사모집합투자업자는 금융투자업자로서 매 분기 종료 후 45일 이내에 금융위원회에 업무보고서를 제출하고 그 중 중요사항은 영업소에 비치하고 인터넷에 공시해야 한다. 거액의 금융사고, 부실채권 발생 등 경영에 중대한 영향을 미칠 사건이 발생한 경우에는 수시로 금융위원회에 보고해야 한다. 분기별 업무보고서 외에 매월의 업무 내용을 적은 보고서를 금융위원회에 제출해야 한다(제33조 참조).

다. 건전성 유지의무

전문사모집합투자업자는 금융투자업자로서 영업용순자본을 총위험액 이상으로 유지하여 재무건전성 유지의무를 준수해야 하고(제30조 참조), 자기자본비율, 자산의 건전성, 유동성 등과 관련하여 금융위원회가 고시하는 경영건전성 기준¹⁶⁹⁾을 준수해야 한다(제31조 참조).

4. 대기업집단 관련 규제

자본시장법은 상호출자제한기업집단이 경영참여형 사모집합투자기구를 이용하여 규제를 잠탈하거나 문어발식 확장을 하지 못하도록 규제하고 있다. 상호출자제한기업집단의 계열회사인 경영참여형 사모집합투자기구

¹⁶⁹⁾ 금융투자업규정 제2장 제1절 제3-6조 이하 참조.

또는 상호출자제한기업집단의 계열회사가 무한책임사원인 경영참여형 사모집합투자기구는 다른 회사를 계열회사로 편입한 경우에는 편입일부터 5년 이내에 그 다른 회사의 지분증권을 그 상호출자제한기업집단의 계열회사가 아닌 자에게 처분하여야 한다(제249조의 18 제1항 참조). 대기업집단이 경영참여형 사모집합투자기구를 이용해 다른 회사를 계열회사로 신규로 편입하는 것을 방지하기 위한 규정이다.

상호출자제한기업집단의 계열회사인 경영참여형 사모집합투자기구 또는 상호출자제한기업집단의 계열회사가 무한책임사원인 경영참여형 사모집합투자기구는 그 계열회사(투자목적회사 및 투자대상기업은 제외한다)가 발행한 지분증권을 취득해서는 아니 된다(제249조의18 제3항 참조). 이는 대기업집단이 경영참여형 사모집합투자기구를 이용해 공정거래법상 상호출자금지 내지 순환출자금지 규정을 잠탈하거나 외부의 자금을 동원하여 계열사의 지분을 취득함으로써 대기업집단 내 지배구조를 공고히하는 것을 방지하기 위한 취지이다.

같은 상호출자제한기업집단에 속하는 금융회사는 경영참여형 사모집합투자기구에 출자하는 경우 경영참여형 사모집합투자기구 출자총액의 100분의 30을 초과해서는 아니 된다(시행령 제271조의14 제8항 참조). 앞서 본듯이 대기업집단 소속 금융회사는 계열회사 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없는데, 경영참여형 사모집합투자기구에 출자하여 이로 하여금 계열회사 주식을 취득하게 하고 의결권을 행사하는 방법으로 위 규제를 잠탈할 우려가 있다. 또한 경영참여형 사모집합투자기구를 통하여 고객예탁금이나 보험료를 계열회사 확장의 자금으로 사용할 가능성도 있다. 위 시행령 규정은 이러한 우려에서 대기업집단 소속 금융회사의 출자 한도를 제한하여 경영참여형 사모집합투자기구가 대기업에 의해 완전히 지배되어 이용되지 못하도록 하는 취지이다.

II. 2018년 개편방향

1. 내용

가. 취지

2018. 9. 27. 금융위원회는 사모펀드 제도에 대한 대대적인 개편방향을 발표했다.¹⁷⁰⁾ 2004년 최초 도입 이후 15년간 사모펀드의 시장에서의 활동과 그 투자성과를 분석한 결과, 사모펀드가 ‘기업사냥꾼’, ‘투기자본’이 아니라 기업 인수·합병, 구조조정 시장에서 생산적 역할을 한다는 점을 인식하고 그 활동을 보다 장려하기 위해 대대적인 규제 완화에 나선 것이다.

나. 사모펀드의 일원화

현행 경영참여형과 전문투자형으로 이원화된 사모펀드 규제 방식을 일원화하고 규제의 수준은 기존의 전문투자형에 대한 규제의 수준으로 완화한다. 경영참여형과 전문투자형의 구분이 사라지는 결과 기존의 경영참여형 사모집합투자기구에 대하여 적용되던 ‘10% 룰’이 사라진다. 경영참여 목적으로 투자하더라도 의결권 있는 지분의 10% 이상을 확보할 의무가 없고 투자자금 소진기간이나 지분의 최소 보유기간 등의 제한이 사라진다. 일원화된 사모펀드는 순자산의 400%의 범위 이내에서 자금차입·담보제공·채무보증이 가능하다. 운용방법으로서 대출도 가능한데 다만 기존처럼 개인에 대한 대출은 제한된다. 쉽게 말하여 기존의 경영참여형 사모집합투자기구 제도는 사라지고 전문투자형 사모집합투자기구만 존치하되, 전문투자형에 대하여 적용되던 동일 기업에 대한 10% 초과 지분의 의결권 제한¹⁷¹⁾, 행정지도로 이뤄지던 경영 참여 제한 등 규제가 사

170) 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.)

171) 자본시장법 제249조의8 제1항은 전문투자형 사모집합투자기구에 대하여 제81조의 적용을 배제하지만 제87조의 적용은 배제하지 않는다. 그 결과 전문투자형 사모집합투자기구는 동일법인 등이 발행한 지분증권 총수의 100분의 10을 초과하여 투자할 수 있지만(제81조 제1항 제1호 나목 참조), 그 초과분에 대하여는 의결권을 행사할 수 없다(제87조 제4항 참조). 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.), 5면; 박삼철·차태진·박재현·이희

라지는 것과 같은 결과이다. 세계적으로 금융위기 이후 풍부한 유동성이 공급되면서 사모펀드에 유입되는 자금과 사모펀드의 수가 증가했는데, 경쟁의 심화로 PEF와 헤지펀드가 얻을 수 있는 초과이익이 줄어들자 이익을 찾아 서로의 영역으로 확장해가면서 PEF와 헤지펀드의 구별이 얼어지고 있다.¹⁷²⁾ 개편방향은 이런 세계적 흐름에 부합하는 개정이다.

다. 기관전용 사모펀드의 도입

투자자의 자격을 기관투자자로 제한하는 대신 금융당국의 규제를 대폭 완화하는 ‘기관전용 사모펀드’ 제도를 도입한다. 스투어드십 코드의 도입으로 기관투자자의 적극적인 경영참여가 확산되고 있는 상황에서 운용자에 대한 감독기능을 금융당국으로부터 기관투자자에게 이양한다는 취지이다. 활동의 자율성을 부여하면 필히 투자자 보호의 문제가 동반하는데, 개인투자자에 대한 보호조치를 강화하기보다는 투자자의 자격을 제한하는 방식을 취한 것이다. 금융당국은 시스템 리스크, 시장질서 교란행위 방지 기능에 한정하여 감독할 예정이다. 개인투자자들은 사모재간접공모펀드를 통해 기관전용 사모펀드에 투자할 수 있다. 기관전용 사모펀드는 기존의 PEF형태로 운용하게 할 것이라고 하는데, 경영 참여 목적 등 투자방법에 대한 구분이 사라지는 만큼 이는 법적 형태 및 자율성의 정도를 의미한다고 봐야 한다. 따라서 비금융회사도 자본금 1억 이상이 있다면 업무집행사원이 될 수 있고 주기적 업무보고서의 제출도 면제된다.

라. 투자자 저변 확대

투자자의 저변 확대를 통한 자본시장 활성화라는 취지에서 사모펀드에 투자할 수 있는 투자자 수의 상한을 기존의 49인에서 100인으로 확대하

중·김건, 사모펀드 해설(전면개정판), 지원출판사 (2017), 285.

¹⁷²⁾ Cumming, 앞의 책, 368-369; Houman B. Shadab, Coming Together after the Crisis: Global Convergence of Private Equity and Hedge Funds, 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 603 (2009), 607.

고 전문투자자 요건도 다양화하고 등록절차를 간소화할 계획이다.

현재 개인이 전문투자자로 지정받기 위해서는 i) 신청일 직전 영업일 기준 금융투자상품 잔고가 5억 원 이상 ii) 직전년도의 연소득이 1억 원 이상일 직전 영업일 기준 재산가액 10억 원 이상 iii) 금융투자회사에서 계좌를 개설한 날로부터 1년 이상 경과의 3가지 요건을 모두 충족하여 금융투자협회에 지정해줄 것을 신청해야 한다.¹⁷³⁾ 이러한 번거로운 절차는 전문투자자의 수가 증가하는 데에 장애로 작용하고 있다.

최근 금융위원회는 전문투자자와 관련된 내용을 구체화했는데, 국가공인 자격증인 변호사, 회계사, 세무사 등을 비롯해 투자운용 인력 자격자와 금융투자회사 임직원 중 투자 관련 직무 종사자 등은 등록하면 전문투자자가 될 수 있고, 자격증이 없더라도 금융상품 잔액 5,000만 원, 연소득 1억 원 또는 부부합산소득 1억 5,000만 원에 재산이 5억 원 이상(주거 주택 제외)이면 가능하다.¹⁷⁴⁾ 나아가 금융투자협회가 아니라 은행, 증권회사 등 개별 금융기관이 스스로 전문투자자 여부를 판단할 수 있고 등록 자체도 각 금융기관에서 할 수 있도록 변경된다.¹⁷⁵⁾ 전문투자자의 문턱을 과감히 낮추어 2018년 말 기준 2,648명에 불과한 전문투자자의 수를 최대 39만명까지 늘리겠다는 계획이다.

전문투자자의 요건이 완화된 결과 현행법상 1억 원 또는 3억 원 이상 투자해야 한다는 일반투자자의 투자자격 요건은 불필요해진 것으로 보인다. 향후 사모펀드에는 전문투자자만 참여할 수 있을 것으로 예상된다.

마. 대기업 관련 규제는 유지

대기업집단이 사모펀드를 계열사 확장의 수단으로 이용하는 것을 방지하기 위해 기존의 대기업 관련 규제는 유지하기로 하였다. 상호출자제한 기업집단의 계열회사인 사모펀드는 앞으로도 새로운 회사를 계열회사로 편입한 경우 일정 기간 내 그 지분을 처분해야 하고, 기존 계열회사의

¹⁷³⁾ 금융투자협회, http://www.kofia.or.kr/wpge/m_175/sub041201.do.

¹⁷⁴⁾ 금융위원회, “개인 전문투자자 진입요건 개선방안” (2019. 1.), 7.

¹⁷⁵⁾ 진영태, “부동산에 묶인 돈 증시·벤처투자로 유도”, 매일경제 (2019. 1. 22.), 23.

지분증권을 취득할 수 없다.

2. 기대효과

개편방향은 경영참여형과 전문투자형의 두 유형을 가르는 벽을 철폐하여 경영 참여 투자와 포트폴리오 투자를 아우르는 다양한 투자를 가능하게 한다. 각 사모펀드의 업무영역 가운데 존재하던 회색지대 부분에서 새로운 이윤 창출 기회가 생길 것으로 예상된다. PEF는 의결권 있는 지분을 확보하여 경영 참여 투자를 하면서 동시에 그 투자로 인한 위험을 헤지하기 위한 포트폴리오를 구성할 수 있고 순자산의 100분의 30 이내라는 제한¹⁷⁶⁾없이 잔여재산을 증권에 투자할 수 있는 등 다양한 투자방식을 고안할 수 있을 것이다. 나아가 100분의 10에 이르지 못하는 소수지분을 확보한 헤지펀드도 적극적으로 경영에 참여함으로써 불합리한 경영 환경 개선을 통한 주주 가치 제고에 나설 수 있을 것이다. 그동안 소수지분으로 경영에 대해 큰 영향을 발휘해 온 해외 사모펀드와의 역차별이 해소될 것으로 기대된다. 현실적으로 지분의 10%를 확보하기가 어려운 대기업의 경우 특히 효과가 두드러질 것이다. 이제 국내 사모펀드도 소수 지분만으로 지배구조 개편 및 배당확대 요구 등 대기업 의사결정 구조에 참여할 수 있다.¹⁷⁷⁾

경영 참여 목적 투자시 투자대상이 지분증권에 한정되지 않으므로 투자대상기업의 상황에 적합한 투자대상을 유연하게 선택할 수 있다. 메자닌, 대출, 옵션부 투자 등 다양한 투자방식을 통해 기업이 필요한 곳에 자금을 공급할 수 있다. 기업의 생존이 불분명한 초기 단계에는 채권으로 보유하고 있다가 기업이 어느 정도 성장을 이뤄 안정되면 주식으로 전환하는 방식의 전환사채 투자 등 메자닌 투자도 증가할 것으로 예상된다. 현행법에 따르면 메자닌 투자를 하더라도 2년 이내에 주식으로 전환해야 하는데, 2년이라는 기간은 기업이 성장하고 안정권에 접어들어 투

¹⁷⁶⁾ 자본시장법 제249조의12 제2항 제3호 참조.

¹⁷⁷⁾ 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.), 15.

자자가 마음 편히 안전 자산인 채권을 주식으로 전환하여 보유하기에는 지나치게 짧다. 기업의 성장단계별 맞춤형 투자가 가능해짐으로써 성장 기업의 죽음의 계곡(Death Valley)¹⁷⁸⁾ 극복에 기여할 것이다.¹⁷⁹⁾ 투자대상 기업에 대한 대출의 형태로 자금을 투입했다가 향후 유상증자시 출자전환을 통해 지분을 확보할 수도 있다. 이렇듯 사모펀드로서는 바이아웃 투자가 아닌 재무적 투자자로 참여하여 수익을 얻을 수 있고, 이때 투자대상기업의 경영진 입장에서도 경영에 대한 간섭 우려 없이 기업 운영에 필요한 자금을 수혈받을 수 있다는 점에서 양측 모두가 만족할 만한 투자가 이뤄질 것이다. 기업에 대한 투자가 활성화되면서 부실징후 기업에 선제적으로 투자한 후 중장기적 관점에서 회사를 재건 또는 인수·합병하는 시장중심의 구조조정이 가능해질 것으로 기대된다.

3. 한계

가. 경영참여형 사모집합투자기구 운용사 규제 강화 결과

현행법상 경영참여형 사모집합투자기구의 운용사는 금융투자업자가 아니기 때문에 자본시장법상 금융투자업자에 적용되는 각종 의무를 부담하지 않는다. 그런데 개편방향에 따라 일원화된 사모펀드의 운용사는 집합투자업자인 자산운용사로서 금융투자업자에 해당하게 되는 결과, 분기별 업무보고서 제출·공시 의무, 월별 업무내용 보고의무, 중요사항 발생시 보고의무, 재무건전성 유지의무, 경영건전성 기준 준수의무 등 금융투자업자에 대한 규제를 적용받는다. 기존의 경영참여형 사모집합투자기구 운용사들은 개편 전과 비교하여 오히려 새로운 규제 하에 놓이게 되는 결과이다. 같은 맥락에서 기존 경영참여형 사모집합투자기구의 운용사는 새로이 금융회사의 지배구조에 관한 법률(이하 ‘금융회사지배구조법’)의

178) 초기 창업 벤처기업이 기술개발에는 성공하였으나 사업화 단계에 이르기까지 겪는 자금 부족 등의 어려움을 일컬음 ([“한경에세이” 벤처 ‘죽음의 계곡’ 넘기], 한국경제 (2019. 1. 11.) 참조)

179) 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.), 15.

규제를 받게 된다. 자본시장법상의 금융투자업자는 금융회사지배구조법상 ‘금융회사’에 해당하는데 앞서 본듯이 일원화된 사모펀드의 운용사는 집합투자업자로서 금융투자업자에 해당하기 때문이다. 그 결과 경영참여형 사모집합투자기구의 업무집행사원으로서 지배구조에 있어 특별한 제한을 받지 않던 운용사에 대하여 임원의 자격, 이사회 구성 및 운용, 내부통제 및 위험관리기준, 대주주 건전성 등의 측면에서 금융회사지배구조법의 규제가 새로이 적용된다. 다만 기관전용 사모펀드는 투자합자회사로 구성하고 업무집행사원인 운용사는 종전과 같이 금융투자업자로 취급되지 않으므로 위 의무를 부담하지 않는다.

기존 경영참여형 사모집합투자기구의 운용사가 기관투자자를 제외한 전문투자자 또는 개인투자자를 둘 경우 자산운용사로서 이와 같이 새로운 규제를 적용받게 되는 결과 운용사들이 규제 적용을 피하기 위해 기관투자자로부터만 투자를 받으려하는 경향이 생겨날 수 있다. 개인투자자 등이 배제되고 사모펀드가 기관투자자의 전유물로 변질될 수 있는 것이다. 이는 전문투자자 요건 및 절차를 완화하여 개인투자자의 사모펀드 투자를 장려하기 위한 개편의 취지에 역행하는 결과이다. 앞서 살핀 규제의 목적에 비추어 보더라도 경영참여형 사모집합투자기구의 운용방식은 시스템 리스크를 발생시킬 위험이 없음에도 불구하고 오히려 규제가 강화된 꼴이다.

나. 정보교류차단의 문제

현행법 하에서도 하나의 운용사가 전문투자형, 경영참여형 두 사모집합투자기구를 모두 운용하는 것이 가능하다. 물론 경영참여형 사모집합투자기구의 업무집행사원으로서의 요건과 전문사모집합투자업자의 요건을 모두 충족하여 금융위원회에 등록해야 한다. 다만 이해상충을 방지하기 위하여 두 업무 간에 정보 교류를 차단할 의무가 존재한다. 이해상충 및 내부거래를 방지하기 위하여 금융투자회사 내부에 설치되는 이해상충관리시스템(금융투자회사의 내부 규칙과 절차)을 통칭하여 Chinese

Wall이라고 하는데,¹⁸⁰⁾ 위 정보교류차단의무는 그 일환이다. Chinese Wall은 이해상충과 내부자거래가 발생할 수 있는 상황에서 이를 방지할 수 있도록 할 뿐 아니라, 금융그룹내 계열사 간 또는 금융회사내 부서 간에 이러한 고충없이 자유롭게 업무를 영위할 수 있도록 해준다.¹⁸¹⁾ 자본시장법은 금융투자업자와 투자자 간, 특정 투자자와 다른 투자자 간의 이익충돌을 방지하기 위한 조치를 규정하고 있다.¹⁸²⁾ 시행령 제50조 제1항 제2호는 기업금융업무와 고유재산운용업무·금융투자업 간의 정보교류차단을 규정하는데, 시행령 제68조 제2항 제5호에 따라 경영참여형 사모집합투자기구의 집합투자재산 운용업무는 기업금융업무에 해당하고 전문사모집합투자업은 집합투자업으로서 금융투자업에 해당하므로, 금융투자업자는 두 업무 간 금융투자상품의 매매에 관한 정보 등의 제공, 사무공간 또는 전산설비 등의 공동 이용, 임직원의 겸직 등 행위를 해서는 안 된다. 다만 경영참여형 사모집합투자기구에 출자하는 업무는 고유재산운용업무에 해당함에도 불구하고 예외로 규정되어 있으므로 운용사로서는 경영참여형 사모집합투자기구에 직접 출자하고 집합투자재산을 운용하는 업무를 함께 할 수 있다.

그런데 두 종류의 사모펀드를 일원화한다면 PEF와 헤지펀드 운용업무 간 정보교류차단의무가 사라지고 그 결과 정보가 공유됨으로써 이익충돌과 내부자거래 위험의 증가가 문제된다. 이익충돌은 펀드 운용자와 투자자 사이뿐만 아니라 투자자들 사이에서도 발생할 수 있는데,¹⁸³⁾ 여기서 주로 문제되는 양상은 후자이다. 이러한 이익충돌의 양상은 달리 보면 각 투자자를 위해 신인의무를 다해야 하는 운용자의 의무의 충돌로 이해

180) 김희철, “자본시장통합법상 이해상충관리시스템(Chinese Wall)의 도입방향에 관한 고찰”, 경영법률 제17권 1-1호 (2006. 10.), 460

181) 금융위원회·금융감독원, “자본시장 통합법상 정보교류 차단장치 운영방안 설명회 개최” (2009. 2. 2.), 2; 김유니스·남유선, “내부자거래와 이해상충 통제 및 관리수단으로서의 Chinese Wall의 法的 機能에 관한 연구”, 증권법연구 제10권 제2호 (2009. 12.), 173.

182) 자본시장법 제44조 참조. 자본시장법은 ‘이해상충’이라는 용어를 사용하고 있지만, 이익과 손해를 아울러 의미하는 이해라는 단어보다는 여러 당사자의 이익이 대립되는 상황에 더 적절한 이익충돌이라는 용어를 사용하기로 한다(김정연, 자본시장에서의 이익충돌에 관한 연구, 경인문화사 (2017), 31).

183) Spangler, 앞의 책, 182.

할 수도 있다.¹⁸⁴⁾ 펀드 운용자는 자산운용수탁자로서 자본시장에서 영위되는 업무 양태 가운데 금융기관이 고객의 이익에 대해서 미칠 수 있는 재량과 권한이 가장 크기 때문에 그만큼 엄격한 의무가 부과된다.¹⁸⁵⁾ 자본시장법 제37조 및 제79조는 금융투자업자 및 대표적인 자산운용업자인 집합투자업자의 주의의무와 충실의무를 규정하는데 이는 자산운용업자에게 부과되는 신인의무의 내용에 해당한다.¹⁸⁶⁾ 예를 들어 PEF 운용자가 동시에 헤지펀드를 운용하는데 헤지펀드의 자금으로 PEF가 경영하는 회사와 관련된 자산을 취득하는 경우 이익충돌이 발생할 우려가 있다.¹⁸⁷⁾ PEF가 경영하는 상장회사가 유상증자를 할 때 헤지펀드로 위 회사의 주식을 대량 취득함으로써 주가를 상승시켜 유상증자로 더 많은 자금을 확보할 수 있도록 할 수 있다. PEF에 도움이 되도록 헤지펀드가 도구로 사용된 것이다. 이때 PEF 투자자와 헤지펀드 투자자 간의 이익이 충돌한다.

정보교류차단이 사라지면 미공개 중요정보 이용, 소위 내부자 거래의 위험도 증가한다. PEF가 어느 회사에 투자하기에 앞서 PEF의 운용자가 헤지펀드를 이용하여 그 회사에 관련된 금융상품에 미리 투자하고 PEF의 투자 유치라는 호재에 의한 주가 상승의 이익을 누릴 수 있다. 나아가 PEF가 회사를 경영하며 얻은 정보로 헤지펀드가 투자하여 이익을 낼 수도 있다. 물론 자본시장법은 미공개 중요정보를 이용하여 거래하는 행위를 금지하고 위반시 형사처벌 대상으로 삼고 있다.¹⁸⁸⁾ 그러나 애당초 정보교류차단의 목적이 미공개 중요정보 이용의 사전적 예방에 있다는 점에서 사후적인 처벌 규정이 존재한다고 하여 그 필요성이 부정될 수는 없다. 더욱이 미공개 중요정보를 이용한 거래의 경우 피해가 매우 분산되어 있고 피해자별로는 소액이므로 실질적인 피해 구제가 어렵다는 점에서 사전적 예방이 더 강조된다.

¹⁸⁴⁾ 김정연, 앞의 책, 195.

¹⁸⁵⁾ 김정연, 앞의 책, 129.

¹⁸⁶⁾ 정대익, “자산운용업자의 투자자보호의무”, BFL 제71호(2015. 5.), 47-48. 신인의무에 관한 구체적 내용은 김정연, 앞의 책 참조.

¹⁸⁷⁾ Spangler, 앞의 책, 182

¹⁸⁸⁾ 자본시장법 제174조, 제443조 참조.

기존에는 같은 운용자가 두 종류 사모펀드를 모두 운용하더라도 각 운용업무를 인적·물적으로 분리해야 했지만, 일원화된 사모펀드 제도 하에서는 그러한 물리적 분리가 가능치 않다. 실무적으로도 헤지펀드는 운용자산에 비하여 그 규모가 다른 은행이나 증권회사보다 크지 않기 때문에 업무상 기능적으로 완벽하게 정보를 차단하기 힘들다.¹⁸⁹⁾ 동일한 펀드의 일부는 금융투자상품에, 일부는 지분증권 확보를 통한 경영 참여에 사용하는 경우 투자금을 어느 쪽에 얼마나 배분할지, 경영 참여 투자에 대한 리스크 헤지 목적의 금융투자상품 투자시 상품을 어떻게 설계할지 등을 결정함에 있어 정보가 긴밀하게 교류될 수밖에 없다. 같은 펀드의 운용인력을 분리하여 교류를 차단하는 방법도 생각할 수 있으나 이러한 조치는 두 종류의 사모펀드 간의 경계를 허문 개편방향의 취지를 무의미하게 한다. 사모펀드 일원화 이후에는 정보교류차단을 규정하는 자본시장법 시행령 조문에 더 이상 ‘경영참여형 사모집합투자기구’, ‘전문투자형 사모집합투자기구’라는 용어를 쓰지 못하게 되는 법제적인 문제점도 있는데, 기업 경영 참여업무와 단기차익을 노리는 금융투자업무 간 정보교류를 차단한 목적이 사라지는 것은 아닌 만큼 이에 대한 대책이 필요하다.

이에 대하여 구체적이고 강화된 준법감시제도의 도입을 생각할 수 있다.¹⁹⁰⁾ 정보의 교류를 완벽히 차단하기 어렵다면 정보교류차단의 궁극적 목적인 이익충돌 거래 또는 내부정보 이용 등 행위를 방지하면 될 것이다. 금융회사지배구조법에 따라 자산운용사는 내부통제 관련 업무를 총괄하는 준법감시인을 1명 이상 두어야 한다(동법 제25조 참조). 준법감시인의 주된 임무는 내부통제기준의 준수여부를 확인하는 것이고, 내부통제기준에는 임직원의 금융관계법령 위반행위 등을 방지하기 위한 절차나 기준이 포함되어야 한다(동법 시행령 제19조 참조). 현행법은 금융회사 스스로 내부통제기준의 내용을 정하도록 하고 있고 준법감시인의 권한과 의무에 관해서는 구체적인 내용을 규정하고 있지 않은데, 일원화된 사모펀드 내 정보교류차단의 어려움을 고려할 때, 준법감시인에게 보다 적극

¹⁸⁹⁾ 윤승영, “헤지펀드와 관련된 불공정거래행위에 관한 고찰”, 증권법연구 제12권 제3호 (2012. 1.), 179.

¹⁹⁰⁾ 위의 논문, 178.

적이고 포괄적인 권한을 부여하고 그에 상응하여 감시·감독 의무 방기에 대하여는 엄격한 책임을 묻는 상세한 행위기준이 마련되어야 할 것이다.

다. 금융산업구조개선법상의 문제

일원화된 사모펀드의 운용사가 자본시장법상 집합투자업자에 해당한다는 점은 앞서 본 바와 같다. 집합투자업자는 금융산업의 구조개선에 관한 법률(이하 ‘금융산업구조개선법’이라 한다)상의 금융기관에 해당하는데(동법 제2조 제1호 라목 참조), 동법에 따르면 금융기관이 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 20 이상을 취득하거나 그 미만의 비율이더라도 최대주주이고 주식의 분산도로 보아 주주권 행사에 의한 지배관계가 인정되어 사실상 회사를 지배하는 것으로 인정되는 경우에는 미리 금융위원회의 승인을 받아야 한다(동법 제24조 제1항, 동 시행령 제6조 제2항 참조).

문제는 금융위원회의 승인 기준에 있다. 금융위원회는 금융기관이 2가지 ‘초과소유요건’을 충족해야 승인을 하는데, 하나는 ‘해당 주식소유가 한국표준산업분류에 따른 금융 및 보험업을 경영하는 회사가 아닌 다른 회사를 사실상 지배하기 위한 것이 아닐 것’이고, 하나는 ‘해당 주식소유가 관련시장에서의 경쟁을 실질적으로 제한하지 않을 것’이다(동법 제24조 제6항 참조). 전자의 요건으로 인해 금융기관이 금융업이 아닌 다른 사업을 영위하는 회사를 지배하기 위해 주식을 취득하려는 경우 금융위원회의 승인을 받을 수 없다.

이때 금융기관인 자산운용사가 PEF를 통해 투자대상기업을 지배할 수 있는지 문제된다. 현행 자본시장법상으로는 경영참여형 사모집합투자기구의 업무집행사원은 집합투자업자가 아니어서 금융산업구조개선법상 금융기관에 해당되지 않고, 전문투자형 사모집합투자기구의 경우 자본시장법이 동일법인의 10% 초과 지분에 대하여 의결권을 제한하는 등¹⁹¹⁾ 전문투자형 사모집합투자기구의 경우 경영 참여 투자를 사실상 금지하고

¹⁹¹⁾ 위 각주 171 참조.

있어¹⁹²⁾ 이러한 문제가 전면적으로 제기되지 않았다. 이에 대하여 자산운용사가 직접 지배하는 것은 PEF이고 PEF는 한국표준산업분류에 따를 때 금융업의 범주에 포함된다는 이유로 긍정하는 견해가 있을 수도 있으나, PEF는 투자대상기업에 투자를 하기 위해 설정한 페이퍼컴퍼니로서 도관체로 봐야 하고 결국 PEF를 지배하는 것은 투자대상기업을 지배하기 위한 것이라고 보아야 한다.¹⁹³⁾ PEF가 법인격을 갖지 않고 투자신탁의 형태로 설립되는 경우에는 이 문제가 더욱 부각된다. 개편방향에 따라 PEF의 법적 형태가 투자합자회사로 더 이상 제한되지 않는 만큼 투자신탁 형태의 PEF 설립도 가능해진다. 이렇다면 자산운용사가 PEF를 통해 비금융회사를 지배하는 것은 금융산업구조개선법상의 요건을 충족하지 못한다. 물론 개편방향에 따라 개정될 자본시장법이 스스로 자산운용사가 PEF의 운용자가 될 것을 예정하고 있는 이상 위 같은 법리적 해석을 이유로 금융위원회가 승인을 거부하지는 않겠으나, 금융산업구조개선법의 이러한 법리적 문제는 입법적으로 예외 규정을 명시하여 해결해야 한다.

제4절 소결

¹⁹²⁾ 금융위원회는 법령질의에 대한 회신에서, 자본시장법이 사모집합투자기구를 경영 참여 목적으로 투자하는 경영참여형 사모집합투자기구와 가치상승에 따른 차익을 얻기 위한 목적으로 투자하는 전문투자형 사모집합투자기구로 명확히 구분하고 있는 점, 전문투자형 사모집합투자기구에 대하여 자산운용제한에 대한 예외만 인정해주고 있을 뿐 이를 경영 참여까지 허용한 것이라고 보기 어려운 점, 경영참여형 사모집합투자기구에 대하여는 기업집단 관련 특례 등이 규정되어 있다는 점을 근거로 전문투자형 사모집합투자기구가 경영에 참여하는 것은 자본시장법상 타당하지 않다고 유권해석을 내린 바 있다. 다른 사안에 대한 회신에서도 경영권 참여 목적이 아닌 이상 전문투자형 사모집합투자기구에 대하여는 자산운용 제한에 대한 예외가 인정되므로 동일법인이 발행한 지분증권 총수의 100분의 10을 초과하여 취득하는 것은 허용된다고 해석을 했는데, 이로써 전문투자형 사모집합투자기구는 지분증권에 투자했다고 하더라도 이를 가지고 투자대상기업의 경영에 참여하는 것은 금지된다는 것이 규제 당국의 명확한 입장으로 보인다. (금융위원회 법령해석, better.fsc.go.kr, ‘전문투자형 사모집합투자기구가 할 수 있는 업무에 해당하는지 여부,’ 2017. 3. 7., 금융위원회 법령해석, better.fsc.go.kr, ‘동일법인 등이 발행한 지분증권 총수의 100분의 10 초과 투자 가능여부,’ 2018. 4. 20.)

¹⁹³⁾ 김성용, “PEF의 독점규제법 및 금융규제법상 문제점”, BFL 제10호, (2005. 3.), 38.

이 장에서는 사모펀드 규제에 세가지 방법으로서, 프라임 브로커를 통한 간접 규제 방법, 등록과 정보 수집 위주의 미국의 방법, 등록과 사모펀드 운용에 대한 직접 규제의 EU의 방법을 검토했다. 그 중 우리나라는 EU의 방법과 유사하게 PEF와 헤지펀드 운용자를 등록하게 하고 펀드 설립시 금융당국에 보고하도록 하며, 여기서 더 나아가 PEF에 대하여는 투자의 내용과 방법을 직접 제한한다. PEF의 레버리지 사용을 투자목적회사 단계에서만 허용하고 그 상한도 투자목적회사의 자기자본의 300%로 제한하며, 헤지펀드에 대하여는 순자산의 400%라는 레버리지 상한을 설정하는 등 사모펀드의 운용방법에 직접적인 규제를 가하고 있다. 개편방향에 따라 자본시장법이 개정될 경우 PEF와 헤지펀드의 법적 구분은 사라지지만 일원화된 사모펀드에 대하여도 여전히 레버리지 규제는 존속한다. 더욱이 개편방향은 PEF 운용사에 대한 규제 강화 결과, 정보교류차단, 금융산업구조개선법과 관련하여 개선의 여지가 있다.

이와 같은 현행 자본시장법과 개편방향에 따른 국내의 규제는 앞서 본 사모펀드 규제의 목적을 달성하는 데 최적인 규제라고 보기 어렵다. 다음 장에서는 앞서 검토한 규제의 유형에 비추어 현행 사모펀드 규제에 대한 개선방향을 모색해본다.

제5장 현행 사모펀드 규제의 개선방향

제1절 개관

사모펀드 규제의 핵심은 사모펀드가 금융시장에서 수행하는 긍정적 기능들을 위축시키지 않으면서 사모펀드의 투자자들을 보호하고 금융시스템에 대한 위험을 초래하지 않도록 하는 최적의 감독 수준을 설정하는 것이다.

PEF는 전통적 금융기관과 달리 대출이 아닌 투자를 중심으로 하기 때문에 성장의 과실과 위험을 투자대상기업과 공유한다. 또한 지분투자의

속성장 만기가 짧은 대출보다 기업에 중장기 자금을 공급한다. 정책자금이 미치지 못하는 다양한 영역에서 자금을 필요로 하는 기업에 이를 제공하고, 창업벤처기업에게는 수익성 좋은 Exit 수단을 제공함으로써 창업을 촉진하며 창업, 성장, 회수에 이르는 창업 생태계를 완성한다.¹⁹⁴⁾

헤지펀드는 전통적인 투자시장과는 별개로 다양하고 새로운 투자상품에 투자하는 경우가 많아 시장에 유동성을 공급해주는 중요한 공급처가 된다.¹⁹⁵⁾ 나아가 파생상품시장 등 리스크가 높은 시장뿐만 아니라 기존의 주식시장에도 참여함으로써 차익거래를 이용한 금융 상품 간 가격의 불균형을 조절하고 가격이 제대로 평가되지 않는 투자대상을 발굴·투자함으로써 전체적으로 시장효율성을 향상시키고 투자에 따른 위험을 효율적으로 재분배해 다양한 자산배분 기법을 개발하는 기능을 수행한다.¹⁹⁶⁾ 헤지펀드는 시장의 흐름과는 반대되는 투자 전략을 종종 사용하는데, 이는 시장의 변동성을 제어하고 버블 형성을 막으며 가격 오류를 교정하는 기능을 한다.¹⁹⁷⁾ 마지막으로 헤지펀드는 투자자에게 새로운 투자 기회를 제공함으로써 활용되지 못하고 있는 사회의 자원을 적재적소에 배분하고 금융시장의 다양성과 효율성에 기여한다.¹⁹⁸⁾

이하에서는 PEF와 헤지펀드가 금융시장에서 담당하는 이러한 긍정적 기능을 위축시키지 않으면서 앞서 살핀 규제 목적을 효과적으로 달성할 수 있도록 하는 현행 사모펀드 규제의 개선방향을 알아본다. 규제의 기본은 금융당국이 규제에 필요한 정보를 확보하는 것인데, 그 수단으로 사모펀드 운용자의 등록과 각종 보고가 필요하다. 이를 위해 자본시장법은 전문사모집합투자업자 및 경영참여형 사모집합투자기구의 업무집행사원을 등록하게 하고 금융위원회에 대한 각종 보고의무를 부과하고 있다. 먼저 그 내용을 간략히 살펴보고 이를 전제로 하여 투자자 보호, 시스템 리스크 방지 그리고 대기업집단 관련 문제의 각 측면에서 현행 규제를 개선할 수 있는 방안을 항목별로 검토하기로 한다.

194) 금융위원회, “사모펀드 제도개편 추진방향” (2018. 9. 27.), 5.

195) 정주호, 앞의 논문, 7.

196) 정주호, 앞의 논문, 7.

197) Armour et al., 앞의 책, 487.

198) Armour et al., 앞의 책, 488.

제2절 투자자 보호 측면

I. 개관

사모펀드의 투자자 보호를 위해서는, 모집된 자금이 올바르게 투자에 사용되도록 감시하고 운용자가 이를 사적으로 유용하는 등 투자자를 기만하는 행위를 하지 못하도록 하는 장치가 필요하다.

II. 투자자에 대한 정보공개 강화

앞서 본듯이 자본시장법은 경영참여형·전문투자형 사모집합투자기구 모두에 대하여 투자자에 대한 분기별 자산운용보고서 작성·교부의무를 적용하지 않고 있다. 비록 투자자는 영업시간 중에 서면으로 집합투자재산에 관한 장부·서류의 열람이나 등본 또는 초본의 교부를 청구할 수 있으나, 운용자는 투자자가 집합투자재산의 매매주문내역 등이 포함된 장부·서류를 거래에 이용하거나 제3자에게 제공할 것이 뚜렷하게 염려된다거나, 다른 투자자 손해를 입힐 것이 명백히 인정된다는 이유로 위 청구를 거절할 수 있다(시행령 제95조 제1항 참조). 그런데 경영참여형 사모집합투자기구의 경우, 업무집행사원은 6개월마다 1회 이상 경영참여형 사모집합투자기구 및 투자목적회사의 재무제표 등을 사원에게 제공하고 그 운영 및 재산에 관한 사항을 설명하여야 하며, 그 제공 및 설명 사실에 관한 내용을 기록·유지하여야 함은 앞서 본 바와 같다. 블라인드 펀드로 모집하더라도 늦어도 투자가 이뤄진 후 6개월 뒤에는 투자내역을 알 수 있는 것이다. 이로 인해 투자자에 대한 정보 공개를 강화할 필요성은 경영참여형 사모집합투자기구보다는 전문투자형 사모집합투자기구에서 더 강하게 나타난다.

투자자 보호 문제는 기본적으로 본인-대리인 문제인데, 집합투자는 특히 다수의 본인이 단일의 대리인에게 자산의 운용을 위임하는 것으로서

일대일의 관계보다 본인의 대리인에 대한 감시·감독이 부실하게 이뤄질 위험이 있다. 사모펀드에서는 투자자와 운용자간 심각한 정보 불균형으로 인해 이 문제가 증폭된다.¹⁹⁹⁾ 대리인이 본인의 최선의 이익을 위해 행동하지 못할 때 가장 직접적인 대처는 대리관계를 종료하는 것, 집합투자에서는 펀드를 환매하는 것이다. 그런데 자산 증식을 위해서 또는 Lock-up 기간 등과 같은 투자계약의 내용에 따라 불가능해서 환매를 하지 않는 경우도 있으므로 운용자의 활동을 투자자가 감독할 수 있는 수단이 마련되어야 한다. 대리인인 운용자의 도덕적 해이를 식별하고 감독하기 위한 전제로서 본인인 투자자가 투자활동의 적절성을 판단하기 위한 정보에 접근할 수 있어야 한다.

물론 투자의 기밀성은 헤지펀드가 고수익을 올릴 수 있는 핵심 요소이다. 같은 투자를 행하는 참여자가 많아질수록 그 투자로부터 참여자마다 돌아가는 이익이 적어지는 것은 자명하다. 현행법이 위와 같은 열람·등사 청구의 예외를 두고 있는 이유도 같은 맥락이다. 그러나 운용자가 위 예외 사유를 들어 정보 공개를 거부할 경우 남는 것은 투자자의 협상력에 의존한 계약에 따른 정보 공개인데, 투자자마다 그 역량이 다르다. 거액을 위탁하는 기관투자자는 운용자에 대한 강한 영향력을 행사하여 원하는 정보를 언제든지 입수할 수 있겠지만 최소 투자 금액을 겨우 맞춘 개인투자자는 운용자에 대해 그러한 요구를 할 입장이 안 될 것이다. 이러한 협상력의 차이는 투자자간 불평등한 취급으로 이어질 수 있고 운용자는 투자자별 제공하는 정보의 양과 질을 차별할 수도 있다.²⁰⁰⁾

그러므로 헤지펀드의 투자자에 대하여 운용자가 주기적으로 투자활동의 내용과 운용성과 등을 제공해야 한다. 단 투자의 기밀성을 유지하지 않는다면 헤지펀드의 존립 기반이 흔들릴 수 있으므로 대책을 강구해야 하는데, 투자자에게 제공하는 정보에 비공개약정을 걸고 그 위반에 대한 손해배상 조항을 첨부하거나 시기적으로 투자의 한 싸이클이 종료된 이후 기밀성이 필요치 않아지는 시점에 공개하도록 하는 방안이 있을 수 있다.

¹⁹⁹⁾ Cumming·Dai·Johan, 앞의 책, 31.

²⁰⁰⁾ Cumming·Dai·Johan, 앞의 책, 27.

III. 수탁자의 권한 강화

펀드자산의 올바른 집행을 담보하는 방안으로서 펀드자산을 보관·관리하는 독립적인 수탁자의 역할과 권한을 강화하는 방안이 있다. 앞서 본듯이 전문투자형·경영참여형 사모집합투자기구는 집합투자자산을 신탁업자에게 보관·관리토록 해야 하지만 그 운용행위에 대한 감시는 받지 않는 것이 현행법의 태도이고, 개편방향에 따라 일원화된 사모펀드의 경우에도 마찬가지일 것으로 예상된다.

투자자 보호 강화를 위해서는 수탁자가 운용자의 지시를 받아 운용업무를 수행하되 그 지시가 법령에 적합한지, 지시받은 거래가 이익충돌의 우려는 없는지, 사기적 행위일 가능성은 없는지 여부를 평가하고 적법하다고 판단되는 경우에만 지시를 수행해야 한다. 물론 그러한 판단이 사모펀드의 투자활동의 자율성을 침해하고 공모펀드수준의 감시를 하는 결과를 초래하여 공모펀드와의 경계를 흐리는 정도에 이르러서는 안 된다. 다만 투자의 내용이 법의 테두리를 벗어나는지 여부 정도의 감시는 수탁자도 충분히 할 수 있고 합법 여부를 감시한다고 하여 투자활동의 자율성이 과도하게 침해된다고 볼 수도 없다. 물론 수탁자가 지시받은 운용행위의 수익성이나 시장 위험을 평가해서는 안될 것이고 현실적으로 이를 평가하는 것이 가능하지도 않다.

이익충돌을 방지하기 위해서 프라임 브로커는 수탁자가 되어서는 안 된다.²⁰¹⁾ 프라임 브로커는 일상적으로 펀드와 거래하는 상대방으로서 독립적인 지위에서 감시 업무를 수행하기 어렵기 때문이다. 국내에서는 현재 시중은행과 한국증권금융이 수탁업무를 수행하고 있다. 증권회사도 수탁 업무를 하고는 있지만 결국 시중은행에 재예치하는 방식으로 수수료를 나눠가진다. 그런데 사모펀드 숫자가 빠르게 증가함에 따라 특히

201) 2018. 9.말 기준 전체 신탁 수탁고는 845.5조 원인데, 그 중 은행이 423.1조 원(50%), 증권사가 202.4조 원(24%), 보험사가 20.5조 원(2.4%), 부동산신탁회사가 199.5조 원(23.6%)을 각 맡고 있다. 금융감독원 자산운용감독국, 신탁 관련 통계 (2018년 3분기) (2018. 12. 5.)

중소형 자산운용사의 경우 수탁사를 찾기가 어려워지는 실정이다.²⁰²⁾ 수탁사의 공급 부족으로 인해 수탁수수료도 오르는 추세이다.²⁰³⁾ 수탁수수료가 지속적으로 올라 수탁업무 수행에 필요한 시스템을 개발하기 위한 비용을 상쇄할 정도가 된다면 증권회사도 은행에 재예치하는 대신 직접 수탁업무를 수행하려 할 것이다. 2018. 12. 기준 국내 프라임 브로커는 점유율이 높은 순으로 삼성증권(25.2%), 미래에셋대우(20.9%), NH투자증권(19.6%), 한국투자증권(15.5%), KB증권(13.5%), 신한금융투자(5.3%) 6곳이다.²⁰⁴⁾ 한국형 헤지펀드 산업의 규모가 빠르게 성장하면서 위 6개 프라임 브로커의 프라임브로커리지 서비스 매출도 매해 빠르게 성장하고 있다.²⁰⁵⁾ 프라임브로커리지 서비스가 증권사의 주요 수익원으로 부상하고 있는 상황에서 프라임 브로커는 헤지펀드와의 원만한 거래관계를 유지할 유인이 매우 크고 이로 인해 객관적인 입장에서 운용행위에 대한 엄격한 감시를 하기 어렵다.

운용업무에 대한 과도한 개입이며 적지 않은 규제 준수비용이 발생할 것이라는 업계의 반발이 예상되지만 이러한 장치로 인해 투자자가 마음 편히 투자할 수 있는 환경이 마련된다면 결국 투자 증가라는 긍정적 효과가 비용 증가의 단점을 상쇄할 것이다. 더욱이 헤지펀드의 수가 증가하고 날이 갈수록 투자의 방법이 복잡해지는 상황에서 금융당국이 충분한 감독을 할 수 있는 여력이 부족해질 것으로 예상되므로, 감독 기능의 일부를 수탁자에게 위임하는 이러한 방식이 대안이 될 수 있다.

IV. 독립된 제3자의 자산 평가

펀드자산의 정확하고 공정한 평가를 위해 독립적인 제3자로 하여금 펀드자산을 평가하게 하도록 해야 한다. 앞서 본듯이 자본시장법은 집합투자업자 스스로 집합투자자재산을 평가하고 사후적으로 신탁업자의 확인을

²⁰²⁾ 이승우, “해외펀드 수탁사 찾기 ‘하늘의 별따기’”, 더벨 (2017. 8. 2.)

²⁰³⁾ 우수연, “폭증하는 사모펀드, 수탁사 구하기 전쟁”, 뉴스핌 (2017. 9. 14.)

²⁰⁴⁾ 서정은, “헤지펀드 설정액 상승 반전, 레포펀드 성장 견인”, 더벨 (2019. 1. 10.)

²⁰⁵⁾ 최만수, “PBS도 동반성장...증권사들 격전”, 한국경제 (2019. 1. 18.)

받는 구조이다.²⁰⁶⁾ 그러나 운용자로서는 투자자에게 수익을 배분할 때에는 펀드자산의 가치를 작게, 운용자 본인의 보수를 책정할 때에는 그 가치를 크게 계산할 유인이 있다. 여기서 운용자와 투자자의 이익충돌이 발생한다. 비록 신탁업자가 확인을 한다고 하지만 운용자가 1차적으로 평가를 하고 그 결과를 검토하는 구조는 처음부터 독립된 제3자가 기초 자료에 기반하여 평가를 하는 것에 비할 때 운용자에 의한 과대 내지 과소평가의 가능성을 전적으로 제거하기 어렵다. 따라서 펀드자산의 임의적 평가를 통한 투자자 기망을 방지하기 위해 독립된 제3자가 펀드자산을 평가하도록 하는 장치가 필요하다. 이때 독립된 제3자로는 회계법인 등을 고려할 수 있다.

EU의 경우, AIFMD는 대체투자펀드에 대한 적절하고 독립적인 가치 평가가 이뤄질 수 있도록 하는 규정을 두고 있는데,²⁰⁷⁾ 각 회원국으로 하여금 펀드자산 평가와 펀드지분당 순자산가치 계산에 관한 규칙을 입법화하도록 하고(Art. 19(2)) 적어도 1년에 한번 이상 가치 평가가 이뤄지도록 요구한다(Art. 19(3)). 나아가 대체투자펀드와 그 운용자로부터 독립된 외부의 평가자(external valuator)를 두거나, 운용자 스스로 평가하는 경우에는 평가업무가 자산운용업무와 기능적으로 분리되고 보수정책 등 장치가 이익충돌을 조정하고 해당 직원들에 대하여 불합리한 압력이 작용하지 않도록 보장해야 한다고 규정한다(Art. 19(4)). 수탁자는, 자산보관업무가 자산평가업무와 기능적, 구조적으로 분리되고 잠재적 이익충돌의 가능성을 식별하고 조치하고 감독하여 대체투자펀드의 투자자에게 공개하지 않는 이상 외부의 평가자가 될 수 없다(Art. 19(4)). 운용자는 외부의 평가자가 소속국의 당국에 의무적으로 등록되며 평가 기능을 전문적으로 수행할 수 있는 능력이 있음을 입증해야 한다(Art. 19(5)). 운용자는 외부의 평가자를 임명한 사실을 소속국의 당국에 알려야 하고 해당 당국은 외부의 평가자가 위 요건을 갖추지 못했다고 인정되면 다른 외부의 평가자를 임명할 것을 요구할 수 있다(Art. 19(7)). 자산 평가가 독립된 외부의 평가자에 의해 이뤄지지 않는 경우 소속국의 당국은 운용자의 평

²⁰⁶⁾ 제4장 제3절 I. 2. 라. 신탁업자에 의한 자산 평가 확인 부분 참조.

²⁰⁷⁾ Art. 19 Valuation 참조.

가절차와 결과를 외부의 평가자나 감사인에게 검증받도록 요구할 수 있다(Art. 19(9)). 외부의 평가자를 임명했다고 하더라도 운용자는 펀드자산과 펀드지분당 순자산가치 계산에 관하여 대체투자펀드와 투자자에게 책임을 진다(Art. 19(10)).

미국의 경우, 1940년 투자자문업자법에 따라 제정된 Rule 206(4)-2²⁰⁸⁾ 투자자문업자로 하여금 자격 있는 관리인(qualified custodian)에게 투자금과 증권 등 펀드자산을 맡기도록 한다. 이때 자격 있는 관리인이란 은행, 저축대부조합, 등록된 브로커 등을 의미한다. 투자자문업자는 관리인이 분기마다 투자자에게 자산의 현황과 거래내역에 대한 보고서를 투자자에게 보내도록 해야 한다. 나아가 최소 1년에 한번 독립된 공인회계사로 하여금 펀드자산에 대하여 실사에 의한 검증을 하도록 해야 하고 이때 검증은 투자자문업자에게 사전 고지 없이, 매년 다른 날에 갑작스럽게 이뤄져야 한다.

제3절 시스템 리스크 측면

I. 금융당국에 대한 등록 및 보고

효과적인 시스템 리스크 관리를 위해서는 금융당국이 시장 참여자들의 활동에 대한 충분한 정보를 입수하는 것이 필수적이다. 이를 위해 사모펀드 운용자로 하여금 금융당국에 등록하게 하고 운용하는 펀드의 레버리지 활용 정도, 자산의 크기 등에 대한 보고의무를 부과해야 한다. 자본시장법은 전문사모집합투자업자와 경영참여형 사모집합투자기구의 업무집행사원에 대하여 금융위원회에 등록하게 하고 펀드 설립시 보고하게 하는 등 이와 같은 조치를 취하고 있다 (제249조의3, 제249조의6, 제249조의10, 제249조의15 참조). 나아가 앞서 살핀듯이 펀드의 운용과정에서도 금융위원회에 대한 각종 보고의무를 부과하여 규제의 기초자료를 수집한다. 사모펀드에 대한 금융당국의 감독의 필요성을 인정하는 이상 그

²⁰⁸⁾ 17 CFR 275.206(4)-2 - Custody of funds or securities of clients by investment advisers.

전제로서 정보 수집이 필수적이므로 등록 및 보고제도는 국내 사모펀드 규제의 기본 틀로 유지되어야 한다.

그런데 우월한 수익을 내기 위한 사모펀드의 전략의 핵심은 기밀성인바, 금융당국에 대한 정보 공개에 대해서는 정보 유출의 우려가 따를 수밖에 없다. 전문사모집합투자업자가 금융위원회에 제출해야 하는 업무보고서에는 장외파생상품 매매, 그 밖의 거래의 업무내용, 거래현황과 평가손익현황(장외파생상품의 위험을 회피하기 위한 관련 거래의 평가손익을 포함한다) 등 헤지펀드의 포지션에 관한 내용이 상세히 포함된다. 전문투자형과 경영참여형 사모집합투자기구 모두 집합투자재산 운용 현황, 차입 또는 채무보증 현황 등을 보고해야 한다. 금융당국에 보고된 내용이 경쟁자에게 유출될 경우 경쟁적 우위가 상당 부분 상실될 것으로 예상된다.

이에 대한 해결책으로 ‘정보 청산소(information clearing house)’를 설립하자는 주장이 있다.²⁰⁹⁾ 금융당국은 이 곳을 통해서만 수집된 정보를 시스템 리스크의 측정 및 감독을 위해 활용할 수 있고 개별 헤지펀드의 투자 포지션에 대한 정보를 얻으려면 해당 펀드의 동의가 있어야 한다. 언제라도 개별 헤지펀드의 투자 정보를 공개적으로 보고할 수 없다. 다만 펀드 부실 발생시 금융당국은 이에 접근할 수 있으나 이때에도 대중에 공개하지는 못한다. 나아가 정보 수집시의 익명성을 보장하기 위해 개별 헤지펀드에 식별 번호를 부여한다는 것이 주장의 핵심 논지이다.

별도의 청산소 설립까지 나아가지는 않더라도 금융당국은 보고받은 내용의 기밀성 유지에 만전을 기해야 하고 오로지 투자자 보호 및 시스템 리스크 방지를 위한 규제를 하기 위한 목적으로 그 정보를 활용해야 한다. 도드프랭크법으로 개정된 1940년 투자자문업자법에 따르면 FSOC는 SEC가 Form PF를 통해 수집하여 제공한 정보의 기밀성을 유지해야 한다(sec. 204(b)(7)(B) 전문). 이를 위해 해당 정보와 관련해서 FSOC는 공공기관의 정보공개에 관한 법률에 상응하는 Freedom of Information Act(FOIA)²¹⁰⁾의 적용을 면제받는다(sec. 204(b)(7)(B) 후문). SEC는 기밀성

²⁰⁹⁾ Bianchi·Drew, 앞의 논문, 24.

²¹⁰⁾ 5 U.S.C. sec. 552

의 보장을 전제로 한 국회의 요구, 미국 또는 SEC가 제기한 소송에서의 법원의 명령, 연방행정부 또는 자율규제 조직이 업무범위에서 한 요구에 의하지 않는 한 수집한 정보의 공개를 강요받지 않는다(sec. 204(b)(8)). 연방행정부나 자율규제 조직이 위 정보를 제공받았을 때에도 같은 수준의 기밀성을 유지해야 하고(sec. 204(b)(9)), 마찬가지로 FOIA의 적용을 면제받는다(sec. 204(b)(10)(A)). 의도치 않게 정보가 공개될 위험에 대비하여 Form PF에 기재된 정보만으로는 개별 투자 포지션을 알아낼 수 없도록 제한하였고 Form PF의 제출시한을 상당히 늦춤으로써 정보의 실시간성과 그에 따르는 민감성을 약화했다.²¹¹⁾

Form PF를 도입한 Rule 204(b)-1의 입법과정에서 SEC는 업계관련자들로부터 수집한 정보의 기밀성 유지방안에 관한 의견을 청취했는데, 식별 가능 정보를 코드화해서 보관하는 방법, 정보를 이메일이나 이동저장장치로 전송하는 것을 제한하는 방법, 정보에 접근할 수 있는 권한을 제한하는 방법, 제출시한을 늘려 정보의 실시간성을 낮추는 방법, 다른 규제 기관과 정보를 공유할 때 집합된 상태로 익명처리하여 제공하는 방법 등이 제안되었다.²¹²⁾ 이 중 제출시한을 늘리는 방법은 실제로 도입되었다.

우리나라의 경우 전문사모집합투자업자는 매 분기 종료 후 45일 이내에 업무보고서를 제출해야 하고, 전문사모집합투자업자 및 경영참여형 사모집합투자기구는 운용자산 규모가 100억 원 이상인지 미만인지에 따라 전자라면 매년 6월 30일과 12월 31일, 후자라면 매년 12월 31일을 기준으로 각 1개월 이내에 금융위원회에 운용 현황 등을 보고해야 한다. 운용자산이 15억 달러 이상인 헤지펀드 운용자를 제외하고는 일괄적으로 매 회계연도 종료 후 120일 이내에 보고하도록 하는 미국과 비교했을 때 보고의 빈도가 더 잦고 보고기간이 더 짧으며, 운용자산이 15억 달러 이상인 헤지펀드 운용자도 매 분기 종료 후 60일 이내에만 보고하면 되는

²¹¹⁾ SEC, “Final Rule: Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors on Form PF”, <https://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3308.pdf>, 114.

²¹²⁾ SEC, “Final Rule: Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors on Form PF”, <https://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3308.pdf>, 114.

것에 비해 보고기간이 짧다. 금융위원회가 수집한 정보가 어떠한 경로로 유출된 경우 사모펀드 운용자의 투자활동에 악영향을 미치지 않도록 필요한 조치를 취해야 하는데, 매년 기준일로부터 1개월 이내라는 기간보다 제출시한을 연장함으로써 정보의 실시간성을 낮추는 미국의 방식을 도입할 필요가 있다. 그 외에도 위와 같이 SEC 제안된 방법들을 참고하여 투자의 기밀성을 보장할 수 있는 수단을 도입해야 할 것이다.

II. 레버리지 직접 규제 폐지 및 프라임 브로커 규제

헤지펀드가 활용할 수 있는 레버리지의 상한을 직접 제한함으로써 신용 경로를 통해 발생할 수 있는 시스템 리스크의 크기를 어느 정도 조절할 수 있는 것은 사실이다. 그러나 효과적인 규제는 시스템 리스크를 방지하는 동시에 헤지펀드가 수행하는 금융시장에서의 긍정적 기능을 저해하지 않아야 하는 것임은 앞서 언급한 바와 같다. 레버리지의 상한을 직접 제한하는 등 헤지펀드를 직접 규제하는 방식은 헤지펀드의 창의적이고 유기적인 투자를 위축시킨다는 점에서 바람직하지 못하다.

레버리지의 상한을 없애면 과도한 레버리지 사용에 따른 시스템 리스크가 증가한다는 비판이 있을 수 있다. 이러한 가능성을 최소화하기 위해서 헤지펀드 자체가 아닌 헤지펀드의 거래상대방인 프라임 브로커에 대하여 헤지펀드에 대한 노출을 제한하는 규제의 방법을 고려할 수 있다. 헤지펀드가 레버리지를 활용할 수 있도록 여신을 제공하고 파생상품 등 각종 계약관계의 거래상대방이 되는 주체가 프라임 브로커이고, 헤지펀드의 부실로 인한 시스템 리스크는 결국 프라임 브로커의 부실을 통한 것이므로 프라임 브로커를 규제하는 것이 문제의 원인에 대한 직접적인 처방이라고 볼 수 있다. 구체적으로는 프라임 브로커의 순자산에 비례하여 헤지펀드의 위험에 노출될 수 있는 정도를 정하는 등 자본요건을 부과하고²¹³⁾ 일정한 주기마다 노출의 정도를 당국에 보고하도록 하는 방안이 있다.

²¹³⁾ Nabilou-Paccès, 앞의 논문, 210.

레버리지 제한을 당장 철폐하는 것이 어렵다면 운용자산이 적고 금융 시스템에 대하여 위협을 가할 위험이 작은 소규모 펀드에 대해서는 레버리지의 상한을 늘려주는 방안도 있다. 이는 다음에 나오는 운용자산 규모에 따른 차등 규제의 일환으로 생각할 수 있다.

III. 운용자산 규모에 따른 차등 규제

시스템 리스크에 대한 위협을 초래하지 않는 소규모 펀드에 대해서는 과감히 규제를 완화해주는 것이 필요하다. 사모펀드에 대한 규제는 그 활동의 자율성을 보장하기 위해 필요최소한에 머무르는 것이 원칙이기 때문이다. 미국과 EU 모두 *de minimis rule*을 도입하여 일정 규모 이하의 펀드에 대하여는 등록의무 등 규제를 면제한다. 미국의 경우 오로지 사모펀드에 대해서만 자문을 제공하고 운용하는 총자산이 1억 5천만 달러 미만인 투자자문업자에 대하여 SEC에 대한 등록의무를 면제해주었고, EU의 경우 운용하는 펀드의 총 자산의 합이 1억 유로를 초과하지 않는 운용자와 운용하는 펀드의 총 자산의 합이 5억 유로를 초과하지 않고 레버리지를 사용하지 않으며 출자일로부터 5년동안 환매가 불가능한 펀드의 운용자에 대하여 AIMFD를 적용하지 않는다.

현행 자본시장법과 2018년 개편방향 모두 운용하는 자산의 규모에 따른 등록의무의 면제 등 예외를 설정하고 있지는 않다. 다만 살핀듯이 운용자산 규모 100억 원을 기준으로 하여 금융위원회에 대한 보고의 주기를 달리 규정하고 있는 정도이다. 그런데 사모펀드 업계가 커지고 시장 참여자가 증가함에 따라 금융당국의 감독 기능도 인적·물적 자원의 한계라는 현실적 제한에 부딪힐 수밖에 없다. 2018. 6. 말 기준 자산운용사는 228곳, PEF의 업무집행사원은 232곳에 이르고 증가 추세는 계속될 것으로 예상된다.²¹⁴⁾ 이들이 금융위원회에 보고하는 대량의 각종 정보를 금융당국이 효과적으로 분석하기는 갈수록 어려워질 것이다. 그러므로 시스템 리스크가 도사리는 곳에 적절한 감독이 이뤄질 수 있도록 한정된

²¹⁴⁾ 금융위원회, “사모펀드 제도개편 추진방향” (2018. 9. 27.)

감독 자원의 효율적인 배분이 중요한데, 배분의 기준이 될 수 있는 것이 운용자산의 규모이다. 다만 시스템 리스크를 초래할 위험이 작음을 전제로 하는 규제완화의 완화이므로 만약 그러한 위험이 존재한다고 판단되는 경우에는 소규모 펀드의 운용자라고 해도 금융당국이 필요한 감독을 할 수 있는 권한을 가져야 한다. PEF보다는 헤지펀드가 시스템 리스크의 발생에 기여하는 바가 큰 만큼 차등 규제의 기준이 되는 운용자산 규모를 정할 때 헤지펀드에 대하여는 기준 금액을 PEF보다 낮게 잡아 더 적은 자산을 운용하더라도 같은 규모의 PEF보다 엄격한 규제를 받도록 해야 할 것이다.

제4절 대기업집단 관련 규제 검토

I. ‘계열회사인 경영참여형 사모집합투자기구’의 의미

1. 문제의 소재

앞서 본듯이 상호출자제한기업집단의 계열회사인 경영참여형 사모집합투자기구 또는 상호출자제한기업집단의 계열회사가 무한책임사원인 경영참여형 사모집합투자기구는 다른 회사를 계열회사로 편입한 경우에는 편입일부터 5년 이내에 그 다른 회사의 지분증권을 그 상호출자제한기업집단의 계열회사가 아닌 자에게 처분하여야 하고, 그 계열회사(투자목적회사 및 투자대상기업은 제외한다)가 발행한 지분증권을 취득해서는 아니 된다.

이때 ‘계열회사인 경영참여형 사모집합투자기구’의 의미를 명확히 정립할 필요가 있다. 이 개념이 ‘상호출자제한기업집단의 계열회사가 무한책임사원인 경영참여형 사모집합투자기구’라는 개념과 병렬적으로 규정되어 있다는 점에서 대기업집단의 계열회사가 경영참여형 사모집합투자기구의 업무집행사원으로 참여하는 경우를 포함하지 않는다는 것은 분명하다. 그렇다면 계열회사가 경영참여형 사모집합투자기구의 유한책임사

원으로 참여하는 경우의 한 종류라고 볼 수밖에 없는데 과연 유한책임사원으로서 어떤 요건이 갖추어져야 경영참여형 사모집합투자기구가 해당 대기업집단의 계열회사로 편입된다고 볼 수 있는지가 분명하지 못하다.

2. 문제의 분석

계열회사란 같은 기업집단 소속 상호간을 의미하고, 기업집단이란 동일인이 사실상 사업내용을 지배하는 회사의 집단을 의미한다(공정거래법 제2조 참조). ‘사실상 사업내용을 지배하는 회사’의 의미에 대해서 공정거래법 시행령은 동일인이 의결권 있는 주식의 30% 이상을 소유하거나 회사의 경영에 대하여 지배적인 영향력을 행사하고 있다고 인정되는 회사 등으로 구체화하고 있다. 그런데 PEF에 대하여 출자를 아무리 많이 했다고 하더라도 유한책임사원인 이상 PEF 운용에 관한 업무집행사원의 업무에 관여할 수 없다. 자본시장법도 이를 명시적으로 금지하고 있다(자본시장법 제249조의11 제4항 참조). 공정거래법 시행령이 30% 이상 소유요건에서 의결권 없는 주식을 제외하고 있는 취지에 비추어 볼 때에도 PEF의 업무집행에 관여하는 것이 금지되어 있는 유한책임사원은 출자지분 비중을 불문하고 PEF를 지배한다고 보기는 어려울 것이다. 결국 자본시장법상 상호출자제한기업집단 계열 경영참여형 사모집합투자기구의 행위 제한에 관한 위 조항은 상호출자제한기업집단 계열회사가 PEF의 업무집행사원으로 참여할 경우에 한하여 적용된다고 봐야 한다. 이렇게 해석하는 이상 자본시장법 제249조의18의 법조문 중 ‘계열회사인 경영참여형 사모집합투자기구’는 아무런 의미를 가지지 못하게 된다.

이와 관련하여 2003년, 2004년에 걸쳐 벌어진 KCC의 현대엘리베이터 적대적 M&A 시도 사건을 참고할 수 있다. KCC는 현대그룹을 인수하기 위한 과정에서 유리제우스주식형사모펀드일호, 유리패시브주식형사모펀드, 유리주피터주식형사모펀드일호의 세 가지 사모펀드를 통해서 현대엘리베이터 지분의 7.81%를 확보해 보유하고 있었다. 2003. 12. 1. 기준으로 KCC는 유리제우스주식형사모펀드일호의 지분 99.8%를, 유리패시브주

식형사모펀드의 지분 99.3%를, 유리주피터주식형사모펀드일호의 지분 100%를 보유했다.²¹⁵⁾ 공정거래위원회는 같은 날 위 세 사모펀드가 KCC의 계열회사로 편입되었다고 밝혔다.²¹⁶⁾ 결국 KCC의 M&A 시도는 2004. 2. 11. 증권선물위원회가 KCC에 대하여 ‘5% 보유 보고의무’ 위반을 이유로 지분 전량을 처분하라는 명령을 내리면서 일단락되었는데, KCC가 계열회사인 사모펀드를 통하여 현대엘리베이터의 지분 5% 이상을 보유하는데도 이를 보고하지 않았다는 것이다. 다만 이 사건 사모펀드들은 구 간접투자자산운용법²¹⁷⁾ 제175조²¹⁸⁾와 제142조²¹⁹⁾에 따른 사모간접투자기구인 기업인수증권투자회사였는데 동법에 따르면 투자회사는 상법상의 주식회사로 한정되었는데,²²⁰⁾ 사실상 세 회사 모두 KCC의 1인 회사로서 계열회사로 편입하는 데 법적인 문제가 없었다. 당시 금감원 이영호 부원장보는 “앞으로도 사모펀드 등을 통해 5%를 위반하면서 은밀히 지분을 대량매집, 경영권을 취득하는 행위에 대해서는 고발 및 처분명령 등 엄중 조치할 것”이라고 말했다.²²¹⁾ 대기업이 투자합자회사의 유한책임사원으로 참여하는 경우의 계열회사 편입 문제와 관련하여 이 사례가 직접 적용되기는 어려우나 대기업이 사모펀드를 이용하는 양상과 계열회사 편입의 필요성을 시사한다.

앞서 지적한 바와 같이 대기업이 PEF를 수단으로 정체를 위장하여 규

215) 금융감독원 전자공시시스템

216) 김종수, “현대엘리 지분취득 펀드, KCC계열 편입”, 매일경제(2003. 12. 1.)

217) 2004. 10. 5. 법률 제7221호로 개정되기 전의 것

218) 제175조(사모간접투자기구에 대한 특례)

①증권거래법 제2조제3항 및 제4항의 규정에 의한 모집 또는 매출외의 방법으로만 간접투자증권을 발행하는 간접투자기구로서 간접투자자가 대통령령이 정하는 요건에 해당하거나 대통령령이 정하는 수 미만인 간접투자기구(이하 "사모간접투자기구"라 한다)에 대하여는 제35조제3항, 제45조제3항, 제56조, 제59조, 제88조제1항제2호 내지 제5호 및 제2항, 제96조제2항, 제100조 내지 제102조, 제120조 내지 제124조의 규정을 적용하지 아니한다.

219) 제142조(기업인수증권투자회사)

①제175조제1항의 규정에 의한 사모간접투자기구중 다른 회사를 계열회사로 편입하는 것을 목적으로 하는 투자회사(이하 "기업인수증권투자회사"라 한다)가 보유주식의 의결권을 직접 행사하는 경우에는 제94조제1항 내지 제3항 및 제127조의 규정을 적용하지 아니한다.

220) 동법 제36조 제1항 참조

221) 정길근, “KCC 보유 현대엘리베이터 지분 전량 처분 명령”, 경향비즈 (2004. 2. 11.)

제를 잠탈할 우려가 있고 이를 방지할 방법이 필요하다는 점은 분명하다. 비록 자본시장법이 유한책임사원의 업무집행 관여를 금지하고 있지만 그렇다고 하여 유한책임사원으로 투자한 자가 업무집행사원의 자산 운용에 일절 관여하지 않는다고 가정하는 것은 현실적이지 못하다. 실무상 정관으로 PEF 내에 투자자문위원회나 투자운용위원회 등 기구를 두어 업무집행사원의 업무집행을 직접적 또는 간접적으로 구속하게 하는 경우가 있고, 이 기구의 구성원은 주로 유한책임사원들이 선임한다.²²²⁾ 또한 유한책임사원이 투자대상기업의 특수관계인이거나 향후 투자대상기업에 대한 투자를 염두에 두고 있는 경우에는 유한책임사원 또는 그 계열회사의 임직원을 투자대상기업에 파견·선임하는 경우가 있다.²²³⁾ 이렇듯 PEF의 업무집행에 대한 유한책임사원의 관여가 어느 정도 이루어지는 현실에서 대기업이 유한책임사원으로 참여하여 PEF를 지배할 가능성을 배제할 수 없다. 이때 그 PEF에 대하여 자본시장법, 공정거래법의 대기업 규제가 적용될 수 있도록 대기업집단의 계열회사가 PEF에 유한책임사원으로 참여했을 경우 PEF가 계열회사로 편입되는 요건에 관하여 법적으로 정리할 필요가 있다.

3. 해결방안

구체적으로는 이미 존재하는 위 ‘계열회사인 경영참여형 사모집합투자기구’라는 개념을 사용하여 그 의미를, 대기업집단의 계열회사가 일정한 요건을 갖춘 유한책임사원으로서 PEF에 참여하여 해당 PEF에 대하여 지배적 영향력을 행사할 수 있는 경우로 정의하는 규정을 두는 방법을 생각할 수 있다. 실무상 정관으로 PEF 내 유한책임사원들이 참석하는 사원총회를 두어 정관에서 정한 사안에 대하여 사원총회의 승인을 얻도록 하는 경우가 있다. 이 때 사원총회에 유한책임사원들이 참석하고 각 출자금액의 비율대로 의결권을 가진다. 승인 요건은 사안별로 사원 전원의

222) 박삼철·차태진·박재현·이희중·김건, 사모펀드 해설(전면개정판), 지원출판사 (2017), 326.

223) 위의 책, 326.

동의가 필요한 것, 유한책임사원 전원의 동의가 필요한 것, 출자지분 66 2/3% 이상의 동의가 필요한 것, 출자지분 과반수의 동의가 필요한 것 등으로 나뉜다. 이런 점을 고려해 해결방안으로서 대기업집단의 계열회사가 예컨대 50%를 넘는 출자지분을 가지는 경우 해당 PEF를 대기업집단의 계열회사로 간주하는 규정을 두는 방안이 있다.

참고로 은행법상 비금융주력자는 은행의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 4를 초과하여 은행의 주식을 보유할 수 없는데(은행법 제16조의 2 제1항 참조), 이때 비금융주력자 여부의 판단에 있어서 비금융주력자가 경영참여형 사모집합투자기구 출자총액의 100분의 10 이상 지분을 보유하는 유한책임사원인 경우, 다른 상호출자제한기업집단에 속하는 각각의 계열회사가 취득한 경영참여형 사모집합투자기구의 지분의 합이 출자총액의 100분의 30 이상인 경우에 그 경영참여형 사모집합투자기구도 비금융주력자로 본다(은행법 제2조 제1항 제9호 라목 참조). PEF를 비금융주력자 내지 산업자본으로 볼 것인지 여부의 문제와 PEF를 대기업집단의 계열회사로 볼 것인지 여부는 엄연히 다른 논의이지만, 둘 다 유한책임사원의 사실상의 영향력에 따라 PEF의 성질을 결정하는 문제라는 점에서 공통되므로 일응의 기준으로 참고할 수 있을 것이다.

II. 금융업인 PEF의 의결권 제한 여부

상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다(공정거래법 제11조 참조). 앞서 본듯이 동 규정은 고객의 자금을 이용한 재벌총수 일가의 경영권 유지·강화와 경제력집중을 심화시키는 금산결합의 폐해를 예방하는 데 목적이 있다.²²⁴⁾ 여기서 ‘금융업 또는 보험업’이라 함은 통계법 제22조 제1항의 규정에 의하여 통계청장이 고시하는 한국표준산업분류상 금융 및 보험업을 말한다(동법 제2조 제10호 참조). 한국표준사업분류에 따르면 사모집합투자기구는 그

²²⁴⁾ 유주선, 앞의 논문, 123.

유형이 전문투자형이든 경영참여형이든 ‘금융업 및 보험업’의 하위 분류인 ‘신탁업 및 집합투자업’에 포함된다. 그러므로 상호출자제한기업집단 소속 PEF는 소유하는 국내계열회사주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다는 결론에 이른다.

문제는 상호출자제한기업집단 소속 PEF가 투자대상기업의 대규모 지분을 취득하여 경영권을 확보하면 투자대상기업이 해당 대기업집단의 계열회사로 편입된다고 보아야 하는데, 이때 PEF가 취득한 투자대상기업의 지분에 대하여 의결권을 행사할 수 없다고 해석해야 하는가이다.

우선 공정거래법 제11조가 PEF에 대하여 적용되는지 여부에 관하여는, 법조문의 해석상 적용된다고 보는 것이 합당하고²²⁵⁾ 금융당국도 이를 명시적으로 인정한 바 있다.²²⁶⁾ 그런데 의결권 있는 지분을 취득하여 경영에 참여하는 것을 핵심업무로 하는 PEF가 투자대상기업의 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다는 것은 PEF의 본질에 어긋난다. 위 규정의 입법취지를 고려할 때, PEF는 대중을 상대로 자금을 모집하는 금융기관이 아니므로 고객의 돈을 이런 방식으로 유용할 염려가 없다. 나아가 PEF는 투자수익 창출을 위한 도구로서 해산을 예정하고 있다. 따라서 PEF에 대하여 공정거래법 제11조를 그대로 적용하는 것은 PEF 제도의 취지에 역행하는 결과를 발생시킨다. PEF가 투자하여 지분과 경영권을 취득함으로써 계열회사로 편입된 회사에 대하여는 공정거래법 제11조의 적용을 배제하거나 한국산업표준분류상 PEF를 금융업에서 제외하는 방식의 개선이 필요하다.

제5절 유형별 규제론의 검토 필요성

I. 개관

사모펀드의 규제의 주된 근거가 되는 투자자 보호와 시스템 리스크 방

²²⁵⁾ 유주선, 앞의 논문, 124.

²²⁶⁾ 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.), 13.

지 중 후자는 주로 헤지펀드와 관련된 것이다. 이런 관점에서 PEF와 헤지펀드를 법적으로 구분하여 PEF에 대해서 헤지펀드보다 완화된 규제를 하는 방안을 생각해볼 수 있다. 두 유형을 구분하는 현행 자본시장법의 벽을 철폐하는 내용의 개편방향이 발표된 상황에서 얼핏 시대의 흐름에 역행하는 발상이라고 생각될 수 있으나, 현행 자본시장법과는 다른 새로운 유형의 구분 규제법을 고려해보아야 한다.

II. PEF와 시스템 리스크

헤지펀드가 신용 경로와 시장 경로를 통해 금융시스템에 대한 위험을 초래할 가능성이 있음은 앞서 본 바와 같다. 그러나 PEF는 투자의 특성상 헤지펀드에 비해 시스템 리스크를 발생시킬 가능성이 현저히 작다. PEF에 대한 투자는 통상 장기 투자로서 환급이 자유롭지 못하여 ‘run’이 발생할 우려가 없다. 나아가 현행 자본시장법에 따르면 경영참여형 사모집합투자기구는 레버리지를 활용할 수 없도록 금지되어 있고 투자목적회사의 레버리지 상한도 자기자본의 300%로 제한되어 있다. 개편방향에 따라 자본시장법이 개정되더라도 레버리지의 상한이 순자산의 400%로 제한된다. 본 논문의 제안대로 레버리지의 상한이 사라진다고 하더라도, PEF의 투자 형태는 헤지펀드에 비하여 상대적으로 단순하고 여신을 제공하는 상대방 입장에서는 수월하게 위험을 측정할 수 있으므로 리스크 관리에 용이하다. 즉 시스템 리스크 방지를 근거로 헤지펀드와 같은 수준과 방법으로 PEF를 규제하는 것은 존재하지 않거나 매우 작은 위험을 이유로 사모펀드의 핵심인 자유로운 활동을 제한하는 것이고 이는 다른 것을 갈게 취급하는 것으로서 바람직하지 못하다.

III. 새로운 형태의 구분 규제

초래하는 위험의 정도에 비례하는 최적의 규제 설계를 위하여 PEF와 헤지펀드를 구분하여 전자에 대해서는 보고의무의 정도를 완화하는 등

규제의 수준을 달리해야 한다. 다만 현행 자본시장법과 같이 사모펀드를 두 유형으로 적극적으로 규정하여 유형별로 규제를 설정하는 방식을 제안하는 것이 아니다. 이러한 방식은 사모펀드를 각 틀에 가두어 창의적인 활동을 저해하는 부작용이 있고 금융당국 역시 이러한 규제 방식의 문제점을 인식하고 사모펀드 규제를 대거 개편하기에 나선 것이기 때문이다.

구분 규제를 위해서는 PEF와 헤지펀드를 구분하는 기준이 선결적으로 정립되어야 하는데, 앞서 검토한 SEC vs. Goldstein 사건으로 폐지된 SEC의 ‘Hedge Fund Rule’을 참고할 수 있을 것이다. 당시 SEC가 해결하고자 했던 문제들은 헤지펀드와 관련된 것이었기 때문에 ‘private fund’의 범주 안에서 헤지펀드를 PEF나 벤처캐피탈펀드와 구분할 필요가 있었다. SEC는 헤지펀드의 개념 요소로 ① 1940년 투자회사법 sec. 3(c)(1) 또는 sec. 3(c) (7)에 해당하고 ② 투자자가 투자 후 2년 이내에 투자금을 환급받을 수 있으며 ③ 투자자가 운용자의 투자에 관한 전문성과 능력을 근거로 투자하는 점을 꼽았다.²²⁷⁾ 이 중 ②의 요소가 헤지펀드와 PEF를 구별하는 핵심이다. 헤지펀드는 초기의 일정한 ‘Lock-Up’ 기간이 지나면 투자자의 환급을 허용하는 반면 PEF는 최종적으로 청산될 때까지 환급을 받을 수 없는데 그 기간이 통상 2년을 초과하는 장기간이기 때문이다. 앞서 논의한 헤지펀드의 시스템 리스크 관련 문제가 단기적인 투자성향과 관련이 깊은 만큼 효과적인 구분 기준이 될 수 있다. 현재와 같이 PEF의 투자방식이나 지분율을 규정하여 구분하는 방식으로는 일원화된 사모펀드 제도 하에서 경영에 참여하지만 단기적인 투자에 그치는 경우, 10% 미만의 지분을 취득하여 경영에 참여하는 경우 등에 있어서 헤지펀드와의 구분이 어렵다.

앞서 본듯이 1940년 투자자문업자법은 대규모 사모펀드 운용자(Large Private Fund Adviser)에 대하여 Form PF에 의한 추가적인 보고의무를 부과하는데, 이때 대규모 사모펀드에 해당하게 되는 운용자산 규모에 있어

²²⁷⁾ SEC, “Registration of Certain Hedge Fund Advisers, Investment Advisers Release No. 2333, 69 Fed. Reg. 72,054 (Dec. 10, 2004) (codified at 17 C.F.R. pts. 275, 279 (2006))”, <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm>.

서 헤지펀드는 15억, PEF는 20억 달러로 달리 규정하고 있다.²²⁸⁾ 헤지펀드에 대하여 더 엄격한 보고의무를 지우는 것이다. 더욱이 보고의 주기와 관련하여 대규모 PEF 운용자는 연 1회 Form PF를 제출하면 되지만 대규모 헤지펀드 운용자는 분기별로 제출해야 한다.²²⁹⁾ PEF와 헤지펀드의 투자자산 간 유동성의 차이를 고려하여 정보의 최신화 주기를 달리한 것이다.

SEC는 헤지펀드와 PEF간 보고의무에 차이를 둔 이유로 두 가지를 들었는데, 첫째는 펀드 종류를 구분함으로써 보고의무의 부담을 그 정보가 직접 관련되어 있는 운용자에게만 한정할 수 있다는 점이고, 둘째는 보고된 정보를 펀드의 투자전략별로 분류함으로써 불필요한 부가정보가 보고되는 것을 막을 수 있고 이는 SEC와 FSOC의 효율적 업무집행에 기여한다는 점이다.²³⁰⁾

앞서 본듯이 자본시장법은 전문투자형과 경영참여형 사모집합투자기구를 구분하지 않고 운용자산을 기준으로 하여 운용자산 규모가 100억 원 이상이면 반기별로 연 2회, 100억 원 미만이면 연 1회 금융위원회에 대한 보고의무를 부과한다. PEF의 투자는 기업 경영을 그 내용으로 하는 장기의 비유동적 투자인만큼 금융당국에 그 운용내용을 정기적으로 최신화할 필요성이 헤지펀드에 비하여 작다. 그러므로 개편방향에 따라 일원화된 사모펀드에 대한 보고의무의 내용을 설계함에 있어서 PEF에 대하여는 보고의 빈도를 줄여주는 방법을 고려해야 한다.

제6절 소결

이 장에서는 현행 사모펀드 규제의 개선방향을 살펴보았다. 규제의 기초자료가 되는 정보 수집을 위해 운용자 등록 및 각종 보고제도는 유지

²²⁸⁾ 각주 143 이하 참조.

²²⁹⁾ 각주 144, 146 참조.

²³⁰⁾ SEC, “Final Rule: Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors on Form PF”, <https://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3308.pdf>, 27.

하되 정보의 기밀성 보장을 위한 조치를 취해야 한다. 투자자 보호와 시스템 리스크 방지, 대기업집단에 의한 계열회사 확장 및 규제 잠탈 수단으로서의 이용가능성 방지의 관점에서 현행법은 각 절에서 검토한 바와 같이 개선할 점을 내포한다. 마지막으로 규제를 필요최소한으로 유지하여 자유로운 투자활동이라는 취지를 살리기 위해서 PEF와 헤지펀드를 구분하여 전자에 대해서는 규제를 완화해주는 방법도 고려해보아야 한다.

투자자 보호와 시스템 리스크 방지에 관한 위 내용은 영국의 대체투자협회(Alternative Investment Management Association), 미국의 펀드운용협회(Managed Funds Association)가 내세우는 자율규제의 내용과 유사하다.²³¹⁾ 한국금융투자협회도 자율규제위원회를 두어 자율규제에 관한 업무규정의 제·개정, 회원 간의 분쟁조정, 회원에 대한 조사·제재 등의 업무를 수행하고 있다. 논의한 개선방향을 법으로 강제하는 대신 영미의 각 협회의 자율규제 기준을 한국금융투자협회에 도입하여 업계 스스로 해결방안을 모색하게 하는 방법을 생각해볼 수도 있다. 그런데 자율규제는 업계의 현실을 보다 정확히 반영하고 변화에 탄력적으로 대응할 수 있으며 세계적인 공조가 용이하다는 장점이 있지만 위반시 법적 제재를 가할 수 없다는 치명적인 단점이 있다.²³²⁾ 한국금융투자협회의 자율규제위원회는 회원에 대한 제재금 부과, 회원자격의 정지 등의 제재를 가할 수 있지만 법에 따라 금융위원회가 부과할 수 있는 영업정지 등의 제재보다 그 영향이 작을 수밖에 없다. 자율규제 조직이 스스로 제정한 기준을 적용·집행할 때에는 공익보다 회원사의 사익을 우선시 할 위험도 있다.²³³⁾ 위반사항에 대한 부실조사나 경미한 제재가 이뤄질 우려가 있는 것이다. 또한 시스템 리스크는 여러 금융부문을 매개로 국민경제까지 영향을 미치므로 정부 차원의 종합적인 대응을 요한다. 투자자 보호와 시스템 리스

²³¹⁾ AIMA's Policy Principles, <https://www.aima.org/regulation/aima-s-policy-principles.html>; Spangler, 앞의 책, 231.

²³²⁾ Spangler, 앞의 책, 227과 243.

²³³⁾ Marco Lamandini, Self-regulation – what future in the context of hedge funds? (Edited by Phoebus Athanassiou), Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments, Edward Elgar (2012), 256.

크 방지라는 목적의 중요성을 고려할 때 이를 확실히 달성하기 위해서는 자율규제보다는 법률에 의한 강제가 필요하다.

제6장 결론

사모펀드 규제 목적에 관하여는 논쟁이 있지만 결국 투자자 보호, 시스템 리스크 방지를 위해서 일정한 규제가 필요하다는 결론에 이른다. 우리나라의 경우에는 여기서 나아가 대기업집단이 세력 확장 및 규제 잠탈의 도구로서 사모펀드를 이용하지 못하도록 하는 장치도 마련되어야 한다.

위 규제 목적을 달성하기 위한 방법으로서 세 가지 유형이 논의되지만 어느 하나의 방법이 완벽한 것은 아니므로, 하나의 유형을 선택하기보다는 각 유형별 장점을 취합해 우리나라의 현실에 맞는 최적의 규제 구조를 고안해야 한다. 다만 이는 자칫 규제의 과잉으로 이어질 수 있으므로 사모펀드에 대한 규제는 위 목적 달성을 위한 최소한에 머물러야 하고 그 활동을 위축시킬 정도가 되어서는 안 된다는 점을 유념해야 한다.

현행법은 위 규제 목적의 각 측면에서 개선해야 할 부분이 존재한다. 최근 금융당국이 자본시장법 개편방향을 통하여 사모펀드 규제를 완화하고 산업을 활성화하려는 취지는 좋으나 개편방향은 고유의 한계가 있을 뿐 아니라 개선이 필요한 기존의 부분을 다루지 못하고 있다.

투자자 보호를 위해서 투자자에 대한 정보 공개를 확대하고 수탁자의 권한을 강화하여 사모펀드가 법령에 적합한 투자를 하는지 감시할 수 있도록 하며, 독립된 제3자로 하여금 펀드자산을 평가하도록 하여 운용자의 필요에 따른 임의적 평가 가능성을 차단해야 한다.

시스템 리스크 방지의 측면에서는 사모펀드의 창의적 투자활동을 저해하는 일률적인 레버리지 상한을 폐지해야 한다. 다만 과도한 레버리지 사용에 따르는 위험을 최소화하기 위해 헤지펀드의 거래상대방인 프라임 브로커에 대하여 헤지펀드에 대한 노출 제한 등의 규제를 부과하는 방식

으로 헤지펀드를 간접적으로 규제해야 한다. 나아가 운용자산 규모에 따른 차등 규제를 도입하여 금융당국의 한정된 감독자원을 시스템 리스크를 발생시킬 가능성이 높은 사모펀드 및 그 운용자에 대한 감독에 집중할 필요가 있다.

대기업이 사모펀드를 도구로 악용하지 못하도록 하는 현행 규제는 그 의미가 명확하지 못하고 대기업이 유한책임사원으로 참여한 경우 규제의 공백이 있다. 이 부분에 대하여 법적으로 정리할 필요가 있다. PEF가 공정거래법상 금융회사의 의결권 제한 규정으로 인하여 투자대상기업에 대하여 의결권을 행사하지 못하게 되는 문제에 대하여도 입법적인 해결이 필요하다.

규제의 중요한 목적인 시스템 리스크에 대한 헤지펀드와 PEF의 기여도가 다르므로 규제에 있어서 두 가지를 구분하는 방법도 고려해 봐야 한다. 다만 현행법처럼 정형화된 두 가지의 틀이 아닌 일원화된 사모펀드를 기본으로 하되 환매기간 등을 기준으로 하여 보고의무를 완화하는 방식으로 접근해야 한다.

■ 참고문헌

<단행본>

- 권오승·서정, 독점규제법 이론과 실무(제3판), 법문사 (2018)
- 김건식·정순섭, 새로 쓴 자본시장법, 두성사 (2013)
- 김정연, 자본시장에서의 이익충돌에 관한 연구, 경인문화사 (2017)
- 김홍석·한경수, 알기 쉬운 독점규제 및 공정거래법, 화산미디어 (2018)
- 임재연, 자본시장법(2018년판), 박영사 (2018)
- 박동휘·좌동욱, 1조원의 승부사들, 한국경제신문 (2015)
- 박삼철·차태진·박재현·이희중·김건, 사모펀드 해설(전면개정판), 지원출판사 (2017)
- 박준·정순섭, 자본시장법 기본 판례, 소화 (2016)
- 법무법인 지평 PEF 실무연구회, PEF(경영참여형 사모펀드)의 이해, 박영사 (2017)
- 윤승환·차일규, 사모투자펀드와 M&A, 삼일인포마인 (2017)
- 조충현, 한국형 헤지펀드 투자전략, 새로운 제안 (2012)
- 금융감독원, 전문사모집합투자업 등록 및 업무해설 (2017)
- 금융감독원, 경영참여형 사모집합투자기구 실무안내 (2016)
- 한국거래소, 2018 유가증권시장 상장심사 가이드북 (2018)
- Armour, John et al., Principles of Financial Regulation, Oxford: Oxford University Press (2016)
- Athanassiou, Phoebus, Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments, Edward Elgar (2012)
- Cumming, Douglas, Private Equity; Fund Types, Risks and Returns, and Regulation, Wiley (2010).
- Cumming, Douglas, The Oxford Handbook of Private Equity, Oxford: Oxford University Press (2012)
- Cumming, Douglas J., Na Dai and Sofia A. Johan, Hedge Fund Structure,

Regulation, and Performance around the World, Oxford: Oxford University Press (2013)

Spangler, Timothy, The Law of Private Investment Funds(3rd ed.), Oxford: Oxford University Press (2018)

Spangler, Timothy, Investment Management; Law and Practice, Oxford: Oxford University Press (2010).

Wu, Tim, The Curse of Bigness, Columbia Global Reports (2018)

<논문>

권윤구·김완석, “사모투자전문회사의 투자회수(Exit) 관련 이슈”, BFL 제 63호 (2014. 1.)

김갑래·김규림·김상수·빈기범, “Dodd-Frank 개혁과 미국 연방 법제하의 사모펀드 제도 연구”, 재무관리연구 제30권 제1호 (2013. 3.)

김건, “사모투자전문회사의 설립 및 운용과 관련된 몇 가지 실무상 문제”, 증권법연구 제10권 제2호 (2009. 12.)

김성룡·오현석, “론스타의 투자조약중재 제기 쟁점과 한국 정부의 전략적 대응방안”, 중재연구 제27권 제4호(2017. 12.)

김성용, “PEF의 독점규제법 및 금융규제법상 문제점”, BFL 제10호, (2005. 3.)

김성용, “사모투자전문회사 관련 개정 간접투자자산운용업법 검토”, 법조 (2005. 6.)

김성호, “사모투자펀드(PEF)의 구조에 관한 비교법적 고찰”, 경영법률 제 27집 4호 (2017. 7.)

김유니스·남유선, “내부자거래와 이해상충 통제 및 관리수단으로서의 Chinese Wall의 法的 機能에 관한 연구”, 증권법연구 제10권 제2호 (2009. 12.), 173.

김은집, “미래의 사모펀드규제: 법제도론을 중심으로”, 증권법연구 제16

권 제2호 (2015. 8.)

김지평, “사모투자전문회사의 사원 간 권한분배 및 지배관계에 관한 소고”, 저스티스 통권 제130호 (2012. 6.)

김형태, “PEF의 경제적 중요성과 성공요인”, BFL 제10호 (2005. 3.)

김형태·빈기범·김규림·김갑래, “국내 사모펀드 법제의 개선에 관한 연구”, 선진상사법률연구 통권 제63호 (2013. 7.)

김희철, “자본시장통합법상 이해상충관리시스템(Chinese Wall)의 도입방향에 관한 고찰”, 경영법률 제17권 1-1호 (2006. 10.), 460.

노미은·강동욱, “사모투자전문회사의 규제 일반”, BFL 제63호 (2014. 1.)

박삼철, “사모펀드규제 정비의 현황과 과제”, BFL 제71호 (2015. 5.), 56-74.

박재홍, “사모투자전문회사의 제도 및 현황”, BFL 제63호 (2014. 1.), 6-19.

박정훈, “사모투자전문회사(Private Equity Fund) 도입배경 및 경과”, BFL 제10호 (2005. 3.), 45-56.

유석호·윤영균, “사모투자전문회사의 실무상 쟁점과 과제”, 증권법연구 제14권 제2호 (2013. 8.)

유주선, “자본시장법상 사모펀드제도에 대한 최근 입법적 동향”, 증권법연구 제17권 제3호 (2016. 12.)

윤승영, “헤지펀드와 관련된 불공정거래행위에 관한 고찰”, 증권법연구 제12권 제3호 (2012. 1.), 143-185.

윤희웅·이진국, “사모투자전문회사의 합자회사 형태에 따른 법적 문제점”, BFL 제10호 (2005. 3.), 15-33.

이봉의, “한국형 시장경제의 심화와 경제법의 역할”, 서울대학교 법학 제58권 제1호 (2017. 3.), 107-134.

이제원·권철호, “사모투자전문회사의 옵션부투자에 대한 규제”, BFL 제63호 (2014. 1.), 40-56.

이행규·반정현, “공모와 전문투자자 개념 변화”, BFL 제75호 (2016. 1.), 6-19.

정대익, “유럽연합 대체투자펀드운용사지침(AIFMD)의 주요 내용”, BFL 제61호 (2013. 9.), 62-82.

정대익, “자산운용업자의 투자자보호의무”, BFL 제71호 (2015. 5.), 47-48.

정주호, “자본시장법상 헤지펀드 규제에 관한 법적 고찰”, 법학논총 제33집 (2015. 1.)

정준혁, “사모투자전문회사 사원간 계약의 주요 내용”, BFL 제63호 (2014. 1.)

채동현, “금융투자상품의 판매와 책임의 법률관계”, BFL 제71호 (2015. 5.).

천경훈, “진술 및 보증조항”, 우호적 M&A의 이론과 실무 제2권, 소화 (2017)

Ashworth, Luther R. II, Is Hedge Fund Adviser Registration Necessary to Accomplish the Goals of the Dodd-Frank Act's Title IV, 70 Wash. & Lee L. Rev. 651 (2013)

Bebchuk, Lucian A., Alon Brav and Wei Jiang, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, 115 Colum. L. Rev. (2015)

Bianchi, Robert J. and Michael E. Drew, Hedge Fund Regulation and Systemic Risk, 19 Griffith L. Rev. 6 (2010)

Bodellini, Marco, From Systemic Risk to Financial Scandals: The Shortcomings of U.S. Hedge Fund Regulation, 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 417 (2017)

Desmet, Thierry Olivier, Understanding Hedge Fund Adviser Regulation, 4 Hastings Bus. L.J. 1 (2008)

Gibson, Willa E., Is Hedge Fund Regulation Necessary, 73 Temp. L. Rev. 681 (2000)

Kaal, Wulf A., Hedge Fund Regulation via Basel III, 44 Vand. J. Transnat'l L. 389 (2011)

Kehoe, Emily, Hedge Fund Regulation for Systemic Risk: Largely Possible, 14 J. Bus. & Sec. L. 35 (2013)

Kim, Sung Eun, *Fostering Private Equity Using a Law-First Approach: Lessons From South Korea*, *Asian Journal of Comparative Law* 13 (2018)

Maris, Pavlos G., *The New Architecture for Hedge Fund Regulation: An Assessment of the Recent US and EU Initiatives*, 6 *Law & Fin. Mkt. Rev.* 208 (2012)

McDonald, Michael, *Containing Systemic Risk: New Developments in Trans-Atlantic Hedge Fund Regulation*, 34 *Loy. L.A. Int'l & Comp. L. Rev* 237 (2011)

Mollers, Thomas M. J., Andreas Harrer and Thomas C. Kruger, *The AIFM Directive and Its Regulation of Hedge Funds and Private Equity*, 30 *J.L. & Com.* 87 (2012)

Morley, John D., *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, *Faculty Scholarship Series*, Paper 4918 (2014)

Nabilou, Hossein, *Regulatory Arbitrage and Hedge Fund Regulation: The Need for a Transnational Response*, 22 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 557 (2017)

Nabilou, Hossein and Alessio M. Paccas, *The Hedge Fund Regulation Dilemma: Direct vs. Indirect Regulation*, 6 *Wm. & Mary Bus. L. Rev.* 183 (2015)

O'Halloran, Rory B., *An Overview and Analysis of Recent Interest in Increased Hedge Fund Regulation*, 79 *Tul. L. Rev.* 461 (2004)

Ordower, Henry, *The Regulation of Private Equity, Hedge Funds, and State Funds*, 58 *Am. J. Comp. L.* 295 (2010)

Riviere, Anne, *The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach*, 10 *Rich. J. Global L. & Bus.* 263 (2011)

Rodrigues, Usha R., *The Once and Future Irrelevancy of Section 12(g)*, *University of Illinois Law Review* Vol. 2015 No. 4 (2015).

Shadab, Houman B., *Coming Together after the Crisis: Global Convergence*

of Private Equity and Hedge Funds, 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 603 (2009)
Shadab, Houman B., The Challenge of Hedge Fund Regulation, 30 Regulation 36 (2007)
Veit, Elizabeth A., Goldstein v. SEC, 52 N.Y. L. Sch. L. Rev. 151 (2007)

<금융당국 자료 등>

공정거래위원회 기업결합과, “기업결합신고 가이드북” (2018)
금융위원회·금융감독원, “자본시장 통합법상 정보교류 차단장치 운영방안 설명회 개최” (2009. 2. 2.).
금융위원회·금융감독원 보도자료, “사모투자전문회사 옵션부투자 모범규준 개정” (2013. 4. 11.)
금융위원회, “자본시장의 역동성 제고를 위한 사모펀드제도 개편방안” (2013. 12. 4.)
금융위원회·금융감독원 보도 참고자료, “PEF 운영 관련 법령해석 안내” (2015. 2. 10.)
금융감독원, www.fss.or.kr, “2018년 6월말 기준 경영참여형 사모집합투자기구(PEF) 현황”
금융감독원, www.fss.or.kr, “집합투자업 및 집합투자증권 판매 인가·등록 종합표(18.6.30. 현재)”
금융감독원, “전문투자형 사모펀드의 금전 대여 업무 가이드라인” (2017. 7. 6.)
금융위원회 법령해석, better.fsc.go.kr, “전문투자형 사모집합투자기구가 할 수 있는 업무에 해당하는지 여부” (2017. 3. 7.)
금융위원회 법령해석, better.fsc.go.kr, “동일법인 등이 발행한 지분증권 총수의 100분의 10 초과 투자 가능여부” (2018. 4. 20.)
금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」 ” (2018. 9. 27.)
금융위원회, “사모펀드 제도개편 추진방향” (2018. 9. 27.)

금융감독원 자산운용감독국, 신탁 관련 통계 (2018년 3분기) (2018. 12. 5.)

금융위원회, “개인 전문투자자 진입요건 개선방안” (2019. 1.)

심수연, “글로벌 헤지펀드 레버리지 및 프라임브로커 현황”, 자본시장연구원 (2016.2.1.)

한국경제연구원, “행동주의 펀드가 기업에 미치는 영향” (2019. 1. 24.)

Global Custodian, “2015 Prime Brokerage Survey” (2015.6.)

SEC, “Registration of Certain Hedge Fund Advisers, Investment Advisers Release No. 2333, 69 Fed. Reg. 72,054 (Dec. 10, 2004) (codified at 17 C.F.R. pts. 275, 279 (2006))”, <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm>.

SEC, “Final Rule: Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors on Form PF”, <https://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3308.pdf>.

<기사>

“Barbarians grow up; As private-equity firms mature, the way they buy and sell is changing — as is everything in between”, The Economist (2018. 7. 26.)

“Payback Time”, The Economist (2009. 11. 19.)

“The Wrong Targets”, The Economist (2010. 5. 20.)

강구귀, “국민연금, 올 하반기 1조 3,200억 PEF 투자”, 파이낸셜뉴스 (2018. 7. 31.)

고민서·남기현, “KCC·원익·SJL 컨소시엄 美 모멘티브 30억弗에 인수”, 매일경제 (2018. 9. 13), 1.

김유정·홍다영, “최종구 ‘중소·벤처 자산유동화제 전면 재정비...사모펀드 제한도 완화’”, 조선비즈 (2018. 9. 4.)

김제림, “급락장서도 곳곳...사모재간접펀드 인기몰이”, 매일경제, (2018. 10. 26.), 24.

김종수, “현대엘리 지분취득 펀드, KCC계열 편입”, 매일경제 (2003. 12. 1.)

김효혜, “두배로 커진 헤지펀드시장...PBS경쟁도 뜨겁다”, 매일경제 (2017. 1. 5.)

서정은, “헤지펀드 설정액 상승 반전, 레포펀드 성장 견인”, 더벨 (2019. 1. 10.)

우수연, “폭증하는 사모펀드, 수탁사 구하기 전쟁”, 뉴스핌 (2017. 9. 14.)

유준호, “사모재간접 공모펀드, 올 270억 몰렸다”, 매일경제 (2018. 4. 5.), 20.

이승우, “해외펀드 수탁사 찾기 ‘하늘의 별따기’”, 더벨 (2017. 8. 2.)

정길근, “KCC 보유 현대엘리베이터 지분 전량 처분 명령”, 경향비즈 (2004. 2. 11.)

정희영, “넘치는 돈 PEF에 몰렸다...상반기에만 5조원 유입”, 매일경제 (2018. 9. 14.), 25.

최만수, “PBS도 동반성장...증권사들 격전”, 한국경제 (2019. 1. 18.)

최은진, “헤지펀드, 올해도 두배 성장...증시부진에 수익률 빨간불”, 더벨 (2018. 12. 19.)

최현주, “삼성 사내 창업지원 ‘C랩’ 일반인에게도 문 연다”, 중앙일보 (2018. 10. 18.), 경제 3.

한예경, “조정장에도 뭉치돈 ‘한국형 헤지펀드’”, 매일경제 (2018. 8. 21.)

한예경, “트리스톤 운용 ‘조용한’ 주주활동 눈길”, 매일경제 (2018. 8. 24.), 23.

한지웅, “국민연금 8,000억 원 라지캡 PEF운용사, IMM·스틱 선정”, 인베스트조선, (2018.11.27.)

홍경표, “연기금, 헤지펀드 투자 잇따라...시장 변동성 대응”, 연합뉴스 (2018.8.23.)

“[한경제세이] 벤처 ‘죽음의 계곡’ 넘기”, 한국경제 (2019. 1. 11.)

홍혜진, “사모재간접펀드 인기폭발, 1년새 설정액 1334억 늘어”, 매일경제 (2019. 1. 29.), A22.